

Instabilité financière et régulation

Sommaire



Introduction

« En l'espace de trente ans Les marchés financiers ont acquis un pouvoir que nul ne saurait démentir. » Olivia Montel-Dumont, *cahiers français n°361*. Chaque jour, les autorités publiques, voire les citoyens européens sont suspendus à la réaction des marchés et de leurs acteurs. La France va-t-elle retrouver son « triple A » ? Les bourses clôturent-elles à la hausse ? à la baisse ? Ainsi, les politiques économiques d'austérité mises en place dans la plupart des pays occidentaux surendettés semblent imposées par les marchés.

Si les marchés sont indispensables au financement de l'économie, sont-ils le reflet exact de la situation économique des entreprises et des Etats ? Ces marchés aujourd'hui globalisés sont-ils accusés à tort ou à raison de « faire la pluie et le beau temps » ?

Alors qu'en cette fin d'année 2011, la récession menace, on peut s'interroger sur la responsabilité des acteurs financiers. Le G20 réfléchit ainsi depuis la crise financière de 2008 à mettre en place des gardes fous pour protéger les pays de « la folie des marchés ».

Le premier chapitre de cette séquence présentera le rôle des marchés financiers dans le cadre international, et un deuxième chapitre apportera des réponses à une question d'actualité : comment expliquer les crises financières et réguler le système financier ?



Qu'est-ce que la globalisation financière ?

Introduction

La globalisation financière correspond à la mise en place, à l'échelle de la planète, d'un marché unifié de capitaux par l'intégration de plus en plus poussée des marchés financiers nationaux. Ce processus peut être considéré comme la conséquence naturelle de l'internationalisation des échanges et de la mondialisation (séquence 2, SE01) mais s'en distingue par sa croissance extrêmement rapide depuis les années 80 et son caractère potentiellement instable comme en témoignent les crises financières récurrentes.

Après avoir présenté les différents marchés financiers et leurs acteurs (A), nous expliquerons comment le développement des marchés internationaux de capitaux a été rendu possible (B). Enfin nous verrons que si les marchés financiers jouent un rôle indispensable dans l'économie, la globalisation financière engendre de nouveaux risques(C).

Acquis de première

Financement direct/indirect, taux d'intérêt, risque de crédit.(séquence 4, SE11).

Notions à acquérir

Actifs financiers, devises, intermédiation financière.

Activité 1 Sensibilisation : marchés financiers et crises

Document 1

La multiplication des crises financières depuis le début des années 70 a suscité de nombreux travaux théoriques et statistiques de la part des économistes. Ces études mettent en évidence qu'un nombre réduit de mécanismes est à leur origine.

Le premier est spécifique aux **marchés financiers** qui sont des « marchés de promesses » : nul ne sait ce que sera demain le « bon niveau » d'un taux d'intérêt, d'un **taux de change** ou du **cours** d'une **action**. Cette incertitude engendre une grande variabilité des marchés financiers, qui préfèrent le plus souvent suivre la tendance générale plutôt que raison tout seuls. [...]

Un deuxième mécanisme concerne le caractère « procyclique » de la prise de risque de la part des acteurs bancaires et financiers : ces derniers ont tendance à prendre plus de risques si la conjoncture est bonne et d'autant moins que les perspectives sont défavorables. Ainsi, ils alimentent la croissance quand celle-ci et renforcent son plongeon quand les choses se gâtent.

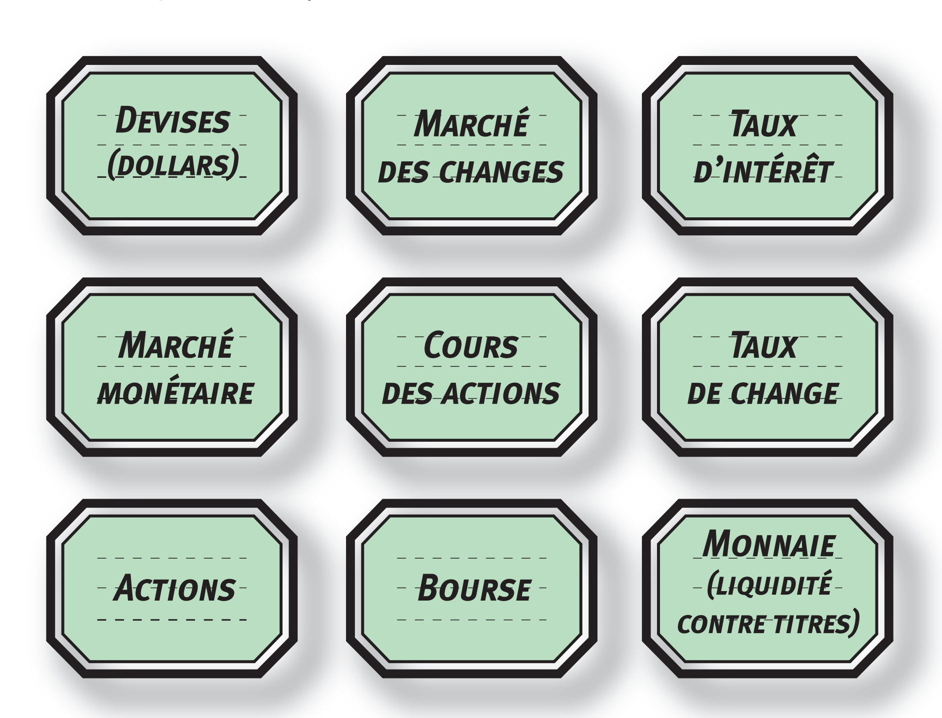
Un troisième mécanisme propage d'un marché à l'autre les déséquilibres apparus sur l'un d'entre eux.[...] Ce processus de contagion prend désormais une dimension internationale. La mondialisation s'est traduite par une interdépendance accrue des marchés financiers, qui favorise des emballements spéculatifs entre des pays qui peuvent être fort distants les uns des autres, mais qui sont reliés par l'arbitrage (*) des agents financiers.

Source : Mario Dehove, Robert Boyer, Dominique Plihon,
Alternatives économiques Pratique, n°46, novembre 2010
www.alternatives-economiques.fr

arbitrage (*) : consiste à tirer parti d'écarts éventuels de cours entre des produits proches, cotés sur différents marchés.

Questions

1. Regroupez en les classant les étiquettes en 3 groupes (objet de l'échange, marché, prix du marché)).



2. Selon vous à quoi sert la bourse ? le marché des changes ? le marché monétaire ?

3. Quelles sont les caractéristiques des marchés financiers soulignées par les auteurs ?



Problématique :

Les turbulences financières, les scandales financiers, le caractère irréaliste des sommes échangées quotidiennement sur les marchés financiers font régulièrement la une de l'actualité économique. Que sont ces marchés financiers globalisés ? À quoi servent-ils ? Qui intervient sur ces marchés et qu'y fait-on ? Comment ont-ils évolué ? Autant de questions auxquelles ce chapitre va tenter de répondre.

Rappel : cette partie s'appuie sur les notions abordées en première dans la Séquence n° 4 Chapitre n° 2.



A Les marchés financiers et leurs acteurs

Il convient avant tout de s'entendre sur les termes utilisés. La notion de marché financier correspond traditionnellement à deux sens :

– au sens large, la notion correspond aux marchés des capitaux, sur lesquels se rencontrent les offres et les demandes d'agents économiques qui apportent des fonds ou en recherchent. On distingue alors le marché des capitaux à court terme (période d'emprunt de capitaux allant généralement de 24 heures à un an, pouvant aller jusqu'à 7 ans), c'est le marché monétaire ; et le marché des capitaux à long terme (période d'emprunt de plus de 7ans).

– au sens strict, la notion renvoie aux marchés des capitaux à long terme. C'est cette définition qui sera retenue ici.

Nous présenterons également le marché des changes sur lequel la monnaie nationale n'est pas empruntée mais achetée et/ou vendue contre des devises.



Devise : monnaie étrangère échangée sur le marché des changes en contrepartie de monnaie nationale. Exemple : achat de dollars (devises) contre des euros par un agent économique français.

1. Panorama général

Document 2

La bourse des valeurs, un marché organisé

Prenons la Bourse, qui est le marché le plus médiatisé, où s'échangent les valeurs mobilières (actions et obligations). Ce marché comporte deux compartiments : le marché primaire, qui est le marché «du neuf», où sont émis les nouveaux titres, et le marché secondaire, celui de «l'occasion», où s'échangent les titres émis précédemment.

Les intermédiaires de base, les sociétés de Bourse, souvent filiales d'institutions bancaires, sont chargés de la négociation et de la cotation des valeurs mobilières. Mais les véritables protagonistes de ces échanges sont au nombre de trois : les émetteurs (entreprises, banques, Etats), qui offrent les nouveaux titres sur le marché primaire – et les rachètent parfois – , les investisseurs institutionnels (compagnies d'assurances, **fonds de pension (1)**...) et les banques, qui effectuent l'essentiel des transactions sur les titres (achats et ventes).

Deux autres catégories d'acteurs jouent un rôle essentiel d'évaluation et de contrôle sur les Bourses. Ce sont, en premier lieu, les analystes financiers, qui suivent l'évolution des finances des entreprises et des Etats, et surtout les agences de notation, chargées d'évaluer et de noter la capacité de remboursement des émetteurs de titres, et dont le poids sur l'équilibre du marché est devenu considérable.

En second lieu, il y a les autorités de marché, qui sont de deux types : d'un côté, les autorités privées, qui dirigent les Bourses au travers de sociétés anonymes (la forme juridique la plus répandue). Ainsi Euronext, qui résulte de la fusion en 2000 des Bourses de Paris, de Bruxelles et d'Amsterdam, est une société anonyme de droit néerlandais dirigée par un conseil de surveillance et un directoire qui définit les règles de fonctionnement de ce marché paneuropéen. Au-dessus des autorités privées se trouvent les autorités publiques, présentes au niveau national – en France, l'Autorité des marchés financiers – et au niveau européen (l'Autorité européenne des valeurs mobilières, qui vient d'être créée). Ces autorités publiques ont pour rôle de fixer les règles du marché et d'en surveiller l'application ; elles ont un pouvoir de sanction.

Les marchés de gré à gré

À côté des Bourses telles qu'Euronext, qui sont des marchés «organisés» et contrôlés par des autorités, se sont développés des marchés de gré à gré sur lesquels les transactions sont effectuées entre des opérateurs qui définissent directement entre eux les conditions de leur échange. Ces marchés sont totalement opaques et sont donc très différents des Bourses. Ils se sont considérablement développés depuis le début des années 2000 et sont présents dans différents segments de la finance.

Ils captent désormais la plus grande partie des transactions sur valeurs mobilières. On les appelle les *«dark pools»*, des marchés où les transactions sont réalisées «dans l'ombre», ce qui permet d'échapper à la surveillance des autorités publiques. Ces marchés très spéculatifs sont réservés aux gros investisseurs, notamment parce que les paquets d'actions échangés se chiffrent en millions, voire en milliards d'euros.

Les marchés de gré à gré représentent également plus de 90 % des transactions sur les produits dérivés, des produits financiers sophistiqués qui servent à la fois à se protéger contre des variations inopinées des actifs financiers (taux de change, action, matière première...) et à spéculer sur ces variations. Dans l'ensemble des produits dérivés, les ***Credit De-***



fault Swaps (CDS), sorte de produits d'assurance permettant à un investisseur financier de se protéger contre le risque de non-remboursement d'un de ses débiteurs, ont ainsi défrayé la chronique lors de la crise des *subprime* (pour en avoir trop vendu, l'assureur AIG a dû être nationalisé) et lors de la crise sur les dettes souveraines européennes, en servant notamment d'instrument de spéculation contre la Grèce.

Les transactions de CDS sont aux mains de quelques gros acteurs. Ceux de la finance y sont prédominants puisque les trésoriers des multinationales qui viennent y chercher une assurance contre les variations des prix du pétrole, du blé, etc. (et aussi un peu pour y spéculer) ne représentent que 4 % des transactions. Au sein de ces acteurs financiers, les banques d'affaires jouent un rôle essentiel. Les américaines JPMorgan Chase, Goldman Sachs et la britannique Barclays Capital sont les trois plus gros acteurs, selon une enquête de l'agence de notation Fitch Ratings, et les cinq plus grosses banques contrôlent à elles seules près de 90 % des transactions.

Le marché des changes, un marché mondial

À côté des marchés de titres dont il vient d'être question, les marchés des changes sont le lieu où s'échangent les devises, ce qui conduit à la détermination des taux de change. Ce marché mondial des devises est de loin le plus imposant de tous les marchés : selon la récente enquête triennale de la Banque des règlements internationaux (BRI), les échanges quotidiens sur ce marché s'élèveront à 4 000 milliards de dollars en 2010, ce qui représente dix fois ceux observés sur les actions, et quatre fois ceux sur les obligations. Ce marché est très concentré : 85 % des transactions portent sur le dollar ; plus de 50 % des transactions sont réalisées dans deux places financières, au Royaume-Uni (36,7 %) et aux États-Unis (17,9 %). Autre caractéristique : la plupart des transactions se font, là aussi, de gré à gré, le plus souvent à l'aide de systèmes électroniques automatisés, permettant le traitement de milliers d'ordres par minute.

Qui sont les principaux acteurs de ce marché ? Traditionnellement, les banques, essentiellement anglo-saxonnes, dominaient le marché. La dernière enquête de la BRI révèle un changement important : les transactions interbancaires ont été dépassées pour la première fois par les institutions financières non bancaires, telles que les investisseurs institutionnels, mais surtout les **fonds spéculatifs (2)** (*hedge funds*) et les banques centrales.

Fonds de pension : organismes financiers anglo saxons qui gèrent les retraites.

Fonds spéculatifs : organismes spécialisés dans des opérations spéculatives dans lequel le risque pris va de pair avec des rendements élevés, partagés entre investisseurs et opérateurs.

Source : Hector Lopin « *les marchés financiers et leurs acteurs* »,
alternatives économiques, hors série n° 87, décembre 2010.
www.alternatives-economiques.fr

Activité 2

1. Rappelez la différence entre action et obligation ; entre marché primaire et marché secondaire.

2. À partir du document 2, complétez le tableau ci-dessous

Marchés	Produits échangés	Acteurs	Rôles des acteurs
Bourse des valeurs mobilières			
Les marchés de gré à gré			
Le marché des changes			

2. Les différents marchés et produits échangés

a) Les marchés de valeurs mobilières



A retenir

Depuis les origines, il n'existait que deux types de produits, les obligations et les actions. Aujourd'hui, de nombreux titres nouveaux sont apparus.

– Les obligations sont émises par des entreprises ou des administrations publiques, ce sont des créances qui donnent droit à des revenus variables déterminés par des taux d'intérêt à long terme. En ce sens, il s'agit d'une forme désintermédiée de prêt entre un offreur (en capacité de financement) et un demandeur de capitaux (en besoin de financement).

– Les actions sont émises par des entreprises qui donnent droit à son propriétaire à être associés aux résultats bénéficiaires de l'entreprise lorsqu'ils existent (dividendes). Ce titre de propriété confère à son propriétaire un droit de regard sur les décisions de l'entreprise à travers un droit de vote à l'assemblée générale des actionnaires. L'émission de cet actif n'est donc pas anodin pour l'entreprise.

– Les titres mixtes : les certificats d'investissements et les titres participatifs, créés en 1983, empruntent des caractéristiques propres aux actions et aux obligations.

Les OPCVM (organismes de placements collectifs en valeurs mobilières) sont des organismes collectant l'épargne de particuliers en vue de la placer dans des valeurs mobilières (actions, obligations) dont le cours détermine la valeur du titre d'OPCVM. Les deux principaux types d'OPCVM, sont les SICAV (société d'investissement à capital variable) et les FCP (fonds communs de placements). L'intérêt pour les détenteurs de ces titres gérés par des professionnels sont des produits peu risqués.



Les actifs financiers sont des titres pouvant être vendus sur un marché financier (actions, obligations, titres OPCVM, titres divers...).

Document 3 : Part de ménages détenteurs des différents types de titres financiers et montants détenus sur ces produits

(Part et variation en %, montant en milliards d'euros)

	2003-2004		2009-2010		Variation des montants
	Part de ménages détenteurs	Montants	Part des ménages détenteurs	Montants	
Actions Obligations Titres d'OPCM	11,5 2 4,7	429 56,4 190,6	9,4 1,7 4	616,6 63 201,6	43,7 11,7 5,8
Total	18,2	676	15,1	881,2	30,5

D'après la Banque de France.

Activité 3

1. Donnez la signification des données soulignées.
2. Quels renseignements retirez-vous de ce tableau ?

b) Les marchés des produits dérivés

Si les marchés financiers sont si souvent décriés, c'est parce qu'ils permettent de générer des activités spéculatives. Ainsi, un des compartiments des marchés financiers, les marchés dérivés, permet aux agents de s'assurer contre les instabilités inhérentes à l'activité économique. Si leur rôle originel est indispensable au bon fonctionnement des échanges, il a été détourné pour servir toujours plus la spéculation.

Document 4 : Dérapages, mode d'emploi

Dérapages, mode d'emploi

Le fait que les produits dérivés soient devenus les instruments de prise de risques financiers est paradoxal, car leur fonction première est de protéger ceux qui les achètent contre les variations inattendues des prix des matières premières, du cours des actions, des taux de change, des taux d'intérêt, etc. Acheter un produit dérivé donne en effet le droit ou l'obligation d'acheter ou de vendre un actif dit sous-jacent (action, devise, pétrole...), ou bien de l'échanger contre un autre, à une date ultérieure et à un prix fixé aujourd'hui (1). Ainsi, une compagnie aérienne peut

acquérir le droit d'acheter du pétrole l'été prochain à un prix fixé dès aujourd'hui, ce qui lui permet de ne pas se faire surprendre en cas de hausse inopinée du prix du baril. En face, il y a bien sûr un investisseur qui prend le risque qu'en septembre, le prix auquel il s'est engagé à livrer le pétrole soit peut-être inférieur au prix du marché auquel il devra acheter l'or noir pour le livrer comme prévu, et qu'il en soit donc de sa poche.

Il peut arriver, compte tenu de l'importance du risque, qu'aucun acteur financier raisonnable ne veuille le prendre. On dit alors que le marché est « illiquide·». C'est là qu'entre en jeu le spéculateur, celui qui va prendre des paris fous parce qu'ils peuvent rapporter très gros s'il réussit. Il donne ainsi de la liquidité au marché, dont il permet l'existence. C'est l'aspect positif du spéculateur. Mais il introduit également plusieurs fragilités.

Il mobilise ce qu'on appelle « l'effet de levier·», c'est-à-dire la possibilité de prendre beaucoup de paris en ayant peu d'argent à soi, l'essentiel étant emprunté auprès des banques, quand celles-ci ne jouent pas elles-mêmes le rôle du spéculateur, attirées par des perspectives de profits élevés. Jusqu'au jour où la spéculation échoue. Et là, non seulement le spéculateur a des problèmes, mais aussi toutes les banques qui lui ont beaucoup prêté. Et si ce sont les principales banques du pays, c'est toute l'économie qui se retrouve en danger. Le spéculateur introduit ainsi le risque systémique, c'est-à-dire la possibilité qu'une crise locale devienne une crise généralisée.

Source : Christian Chavagneux, *« les produits dérivés au cœur de la crise »,* alternatives économiques, hors série n° 87, décembre 2010. www.alternatives-economiques.fr

Activité 4 Questions sur le document 4 :

1. Quelle est la fonction première des produits dérivés ?
2. Expliquez le rôle joué par les spéculateurs.
3. Quelles sont les conséquences des prises de risques des spéculateurs ?



A retenir

Les marchés dérivés sont des marchés de couverture au sein desquels certains agents économiques souhaitent souscrire une forme d'assurance en vue de se protéger contre les fluctuations des taux de change, de cours de titres ou du prix des matières premières.

La capacité de ces marchés à générer un gain important par rapport aux mises de départ, tel un casino, les a rendu extrêmement spéculatifs et instables.

c) Les marchés des changes

Document 5

Le marché des changes : un marché à part

Le marché des changes est un cas à part à bien des égards. Il est rarement classé parmi les marchés de capitaux car, contrairement à ceux-ci, il n'est pas un marché qui assure le financement de l'économie entre des agents à besoin et à capacité de financement. Si, sur les marchés de capitaux, des euros ou d'autres monnaies sont prêtés et empruntés, sur le marché des changes, la monnaie est vendue et achetée contre des devises.

Le marché des changes, appelé aussi marché Forex (en référence à l'anglicisme Foreign Exchange), est le marché qui réunit les agents économiques désirant transformer leurs actifs financiers libellés dans une devise en un actif financier libellé dans une autre devise. Il a pour fonction d'assurer la liquidité des marchés déjà existants. En effet, si un titre financier étranger libellé dans une autre devise est liquide, c'est justement parce que son détenteur sait qu'il aura la possibilité lors de sa revente de récupérer son investissement en convertissant cette somme en monnaie nationale.

Ce marché Forex est donc particulier à double titre. Non seulement, le marché des chanes n'assure pas le financement des agents, mais surtout, c'est un marché de gros réservé à des opérateurs professionnels, appelés cambistes, qui jouent sur des montants très importants. Sur ce marché, les cambistes subissent un risque de change, lié aux variations des valeurs de monnaies les unes par rapport aux autres. C'est aussi cette volatiité extrême qui permet aux arbitragistes (caux qui tirent profit des différences de cotation des devises) de s'enrichir. Par exemple, on peut s'enrichir en échangeant ses euros contre des dollars, de façon à les revendre contre des yens qui seront ensuite convertis en euros. Au final, on peut réaliser une plus-value par le jeu du change de fait des différences de cotation des taux de change entre les devises internationales sur les différents places boursières.

L'accélération de la mondialisation des échanges réels ainsi que des flux financiers a donné un rôle prépondérant au marché des devises. La récente crise des dettes souveraines est là pour en témoigner.

Source : Nicolas et gilles Jacoub, « *le marché des changes : un marché à part* », cahiers français n°361, mars-avril 2011, page 34

Activité 5

1. Pourquoi le marché des changes est-il un marché à part ? À quoi sert-il ?
2. Calcul ; je dispose aujourd'hui de 100 millions d'euros, je souhaite acheter des dollars (au taux de 1euro = 1,4 dollar), combien puis-je en avoir ? Je pense que l'euro va baisser. Si j'ai raison, 6 mois plus tard l'euro est à 1 dollar . Je vends alors mes dollars, combien vais-je récupérer d'euros ? calculez la plus value réalisée.

Pourquoi peut-on dire que j'ai spéculé à la baisse de l'Euro.



« Lemarché des changes est le marché où s'échangent les devises entre elles. Le marché des changes n'est pas localisé : il est constitué du flux permanent des offres et des demandes transitant en continu par les réseaux d'information spécialisés, grâce aux puissants moyens de transmission et aux systèmes informatiques intercoinnectés par satellite. Il a donc un caractère de marché-réseau planétaire. » Économie monétaire et financière, Bréal, sous la direction de M Montoussé, 2008.

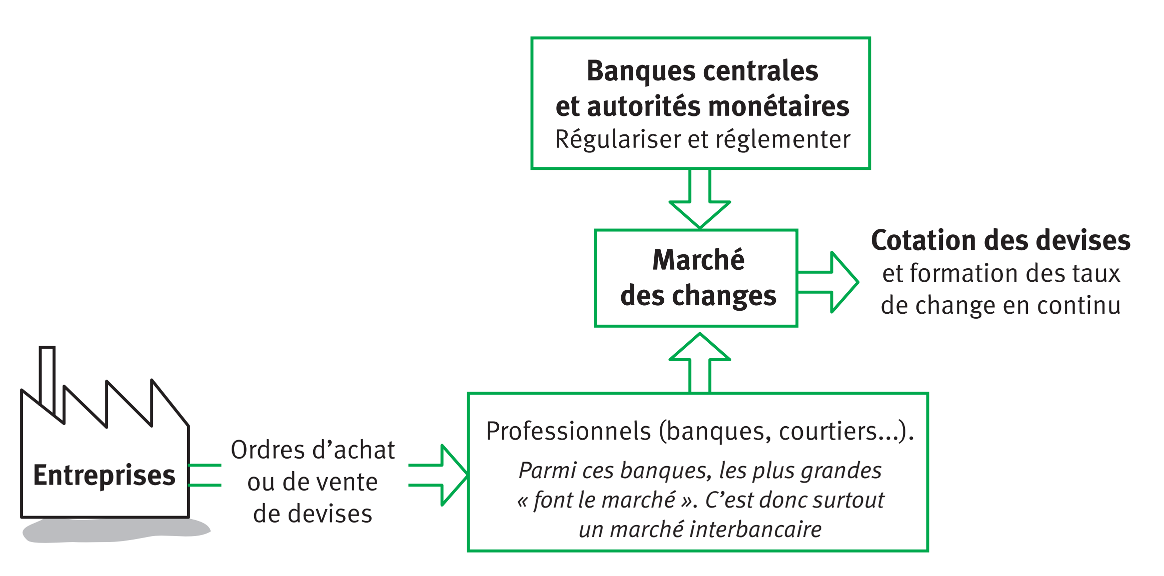
Trois groupes d'agents économiques interviennent sur le marché des changes :

– Les entreprises qui participent au commerce international : le marché des changes leur permet de se procurer les devises nécessaires.

– les intermédiaires financiers, banques et courtiers, qui mettent en contact les offreurs et des demandeurs.

– Les banques centrales qui assurent une fonction de régulation et de réglementation ; elles appliquent les politique de change.

Document 6



Si le marché des changes permet aux agents économiques d'obtenir les devises nécessaires au développement des échanges internationaux, c'est aussi un haut lieu de spéculation. (se reporter au C).



Les marchés financiers permettent la rencontre de l'offre et la demande de capitaux. Il s'agit donc de lieux où s'échangent différents actifs financiers et liquidités. Au sens strict les marchés financiers correspondent aux marchés des capitaux à long terme.

Les opérations sur les différents marchés financiers peuvent être exécutées au comptant (achat et livraison réalisées instantanément) ou à terme. Les marchés à terme sont des marchés sur lesquels la transaction conclue aujourd'hui voit son exécution (livraison) repoussée à une date ultérieure fixée d'un commun accord (le terme). En anglais, on utilise le terme « futures », La plupart des marchés dérivés sont des marchés à terme.

Les actifs financiers sont des titres ou contrats permettant à leurs détenteurs de se procurer des revenus supplémentaires, de réaliser d'éventuelles plus value en contrepartie de risques pris. Les actifs financiers s'échangent sur les marchés financiers.

3. Les intervenants

a) Les autorités de contrôle

L'autorité des marchés financiers née en 2003 de la fusion de la commission des opérations de bourse (COB), du conseil des Marchés Financiers et du conseil de la discipline et de la gestion financière) suite à la loi de sécurité financière)

L'AMF » veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tous les autres placements donnant lieu à appel public d'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés ».

Pouvoir de Réglementation, de surveillance et ce contrôle (ex les agences de notation, délit d'initié), pouvoirs de sanction.

L'entreprise de marché NYSE-Euronext Paris SA, en 2007 assure le fonctionnement du marché règlementé, l'organisation des transactions, publie les cours, calcule les indices…

b) Les membres du marché

Les négociateurs : établissements de crédit et entreprise d'investissement.

Les compensateurs effectuent les opérations de règlement/livraison des titres échangés

Les teneurs de marché aident les entreprises dans l'introduction de titres et sont garants de tenue du marché (affichage…).

c) Les offreurs de capitaux

Tous les agents résidents ou non désirant rentabiliser des fonds (épargner, investir, spéculer ou prendre le contrôle d'entreprise)

Les ménages, les investisseurs instutionnels « les ZINZINS » : CDC (caisse des dépôts et consignations), caisses de retraite, compagnies d'assurance), les OPCVM, les fonds spéculatifs (hedges funds) et les entreprises (stratégies de croissance).



L'internationalisation des mouvements de capitaux de capitaux : une perspective historique

1. Les mouvements de capitaux : du XIXe siècle à la fin des années 60

Document 7

Centrée jusqu'aux guerres napoléoniennes sur le financement des Etats et des entreprises coloniales, la finance de marché se métamorphose avec la révolution industrielle. L'apparition à partir des années 1830 de sociétés industrielles de grande taille dans la construction de chemins de fer et de canaux, les mines et la sidérurgie notamment, suscite l'émergence de besoins de financement privés à long terme que les systèmes bancaires ne sont pas encore en mesure d'assumer.[...]

Si les conditions économiques du développement d'un marché national des titres sont réunies, une étape décisive est franchie en Grande-Bretagne avec l'abolition, en 1825, du Bubble Act de 1720. Votée dans le contexte de la bulle des mers du Sud» (1), cette loi interdisait aux sociétés par actions la responsabilité limitée, les transferts de parts et l'augmentation publique de capital. L'instauration du statut de société anonyme, qui gagnera le continent dans les années 1860, facilite la croissance des firmes, qui se libèrent progressivement du carcan du capitalisme familial. Elle favorise aussi la concentration industrielle et financière, qui s'accélère avec la seconde révolution industrielle à la fin du XIXe siècle, notamment aux États-Unis.[...]

L'expansion industrielle et financière ne s'arrête pas aux frontières des économies développées. Excédentaire dans ses échanges avec le reste du monde, l'Europe occidentale dégage des capacités de financement qu'elle investit ou place au-delà de ses frontières. Composés pour la

majeure partie **d'investissements de portefeuille[1],** les capitaux exportés prennent volontiers la direction des économies émergentes de l'époque (Amérique du Nord, Australie, Europe de l'Est et du Sud) où, faute d'épargne suffisante, les rendements sont nettement plus élevés qu'en Europe. [...]

Cette première mondialisation financière, comparable dans son intensité à celle observée à la fin du XXe siècle, était facilitée par la généralisation, à partir de 1870, du **régime de l'étalon-or[2],** qui garantissait la stabilité des parités monétaires. En bouleversant les équilibres financiers des Etats européens, la Première Guerre mondiale provoque un reflux massif des investissements et des placements à l'étranger. [...]

Avec l'entrée en guerre des États-Unis en 1917, les capitaux américains commencent à affluer en Europe, renforçant le statut du dollar au détriment de la livre sterling. L'après-guerre confirme la transformation des rapports de puissance économique et la montée en puissance financière des États-Unis.[...]

Les États-Unis drainent en effet des masses considérables de capitaux à court terme, tandis qu'ils accordent des prêts à long terme à l'Allemagne et financent les investissements de leurs multinationales en Europe.[...]

Le krach de 1929 sanctionne lourdement la déconnexion évidente aux États-Unis entre la sphère financière et la sphère réelle de l'économie, et l'absence de coopération monétaire internationale. Il met en évidence la vitesse de propagation internationale de la crise qui témoigne du degré d'intégration auquel sont (déjà) parvenus les marchés financiers. Il marque enfin le début d'un processus de désintégration des réseaux financiers internationaux, qui mettront quelque trente ans, après la Seconde Guerre mondiale, pour se reconstruire.

Source : Jacques Adda, « *De l'an mil à la première globalisation* », alternatives économiques, hors série n° 87, décembre 2010. www.alternatives-economiques.fr

1. Investissement de portefeuille (1) : prise de participation inférieure à 10 % du capital d'une entreprise.
2. Régime de l'étalon or (2) : L'**étalon-or** (*Gold Standard*) est un système monétaire dans lequel l'étalon monétaire correspond à un poids fixe d'or, fixé par une banque centrale. Dans ce système, toute émission de monnaie se fait avec une contrepartie et une garantie d'échange en or. Les parités de deux monnaies différentes sont donc fixées par rapport à l'or, et les taux de change sont stables entre pays participants. L'or constitue une monnaie internationale, qui sert au règlement des échanges et comme instrument de réserve pour les banques centrales des pays ayant adopté le système.

   Ce système monétaire de l'Etalon-or sera définitivement abandonné lors des accords de Bretton woods qui mettent en place un système d'étalon change-or : la valeur du dollar US est directement indexée sur l'or (à 35 dollars par once[6]), tandis que les autres monnaies sont indexées sur le dollar.

   La convertibilité or du dollar est définitement abandonné en 1976 (accords de la Jamaïque).

Activité 6
Questions sur le document 7

1. Quels sont les éléments qui favorisent l'émergence d'un marché financier en grande Bretagne ? puis d'un marché financier international au début du XIXe siècle ?
2. Comment expliquer la montée en puissance économique et financière des États-Unis début XXe siècle ?
3. Que se passe-t-il en 1929 ?



La première révolution industrielle marque une étape importante dans l'internationalisation des mouvements de capitaux. De 1870 à 1914, les pays industrialisés (de l'époque, la Grande-Bretagne en tête) dégagent des capacités de financement qui alimentent des flux de capitaux à grande échelle vers les pays émergents (de l'époque) à fort potentiel de croissance : Amérique du Nord et du Sud, Australie …. Ces mouvements de capitaux sont fondés sur de titres privés et publics peu risqués. L'internationalisation financière s'explique par une grande liberté de circulation des capitaux corrélée à l'ahésion quasi générale à l'Etalon-or. La place financière de Londres constitue alors la plaque tournate de l'activité financière mondiale.

La guerre de 1914-1918 marque une rupture très nette avec cette évolution avec l'instauration du **cours forcé (1),** la généralisation du **contrôle des changes et des mouvements de capitaux (2)**. La dépression des années 30 et le contexte politique, accentue encore la fragmentation de l'espace financier mondial. Les choix opérés en 1944 lors de la conférence de Bretton Woods vont, dans une large mesure, confirmer les restrictions aux mouvements de capitaux : contrôle des changes, réglementation et cloisonnement des marchés.

Cette situation favorise l'émergence d'une économie d'endettement : le financement de l'économie passant essentiellement par le crédit bancaire, le recours aux marchés financiers étant réduit.

Dès la fin des années 50, deux éléments vont remettre en cause :

– Le développement des échanges internationaux et l'émergence des multinationales
– Le développement des **euromarchés**. (repère 3)

Repère :

Cours forcé (1) : L'expression **« cours forcé »**, ou inconvertibilité, correspond au régime monétaire dans lequel les banques sont dispensées d'échanger le papier-monnaie contre du métal précieux. C'est la suspension de la convertibilité or (Exemple : en France en 1914) **contrôle des changes** (limitation du droit d'acheter et de vendre librement des devises, imposée par des autorités monétaires à ses résidents) **et des mouvements de capitaux (2)**.(limitation des mouvements de capitaux).

Les euromarchés (3) sont des marchés internationaux de capitaux sur lesquelles se réalisent des opérations de prêts et d'emprunts libellés en devises Le préfixe euro ne doit pas induire en erreur : ces marchés débordent largement le cadre européen et concernent différentes devises mais majoritairement des dollars. Ce phénomène est lié aux banques américaines qui s'implantaient à l'étranger et à partir des années 1973 au recyclage des « **pétrodollars »** provenant des excédents de balance des paiements des pays de l'OPEP.

2. Des années 80 à la situation actuelle

Les marchés financiers ont connu depuis les années 80 un développement impressionnant et très forte internationalisation.

Depuis les travaux de H. Bourguinat (*Finance internationale,* PUF, 1995) la globalisation financière est analysée à partir de ses trois composantes : décloisonnement, déréglementation, et désintermédiation (d'où l'expression 3D).

– Le décloisonnement et la déréglementation correspondent à l'abolition des frontières entre marchés financiers jusque-là séparés et segmentés.

Il s'agit en fait d'un double mouvement :

Une ouverture vers l'extérieur des marchés nationaux par l'abolition du contrôle des changes et des restrictions aux mouvements de capitaux. En Europe, un marché unifié des capitaux a été créé depuis 1990 avec l'abolition des mesures de contrôle des changes par les pays membres.

Un éclatement des compartiments à l'intérieur des marchés nationaux, mettant fin à la séparation classique entre marché monétaire (financement de court terme) et marché financier (financement de long terme). Désormais, les opérateurs agissent sur un marché unifié de capitaux.

– La désintermédiation est le recours direct au marché financier par les agents à besoin de financement, sans passer par les intermédiaires financiers et bancaires. Le circuit court du financement direct à donc supplanté le circuit long de l'intermédiation par le crédit bancaire. Ce rôle accru des marchés financiers dans le financement de l'économie entraîne un déclin des activités traditionnelles des banques qui doivent se repositionner dans de nouvelles activités.

On parle d'intermédiation financière lorsque le monde financier sert d'écran entre demandeurs et pourvoyeurs de capitaux, c'est-à-dire lorsque les intermédiaires financiers achètent les **titres** émis par les entreprises et, pour se financer, émettent eux-mêmes des titres placés auprès des épargnants ou collectent des fonds sous forme de dépôts ou de livrets (finance indirecte). L'intermédiation financière est donc très différente du simple rôle d'intermédiaire financier évoqué pour la finance directe.

Document 8 a : la globalisation en chiffres

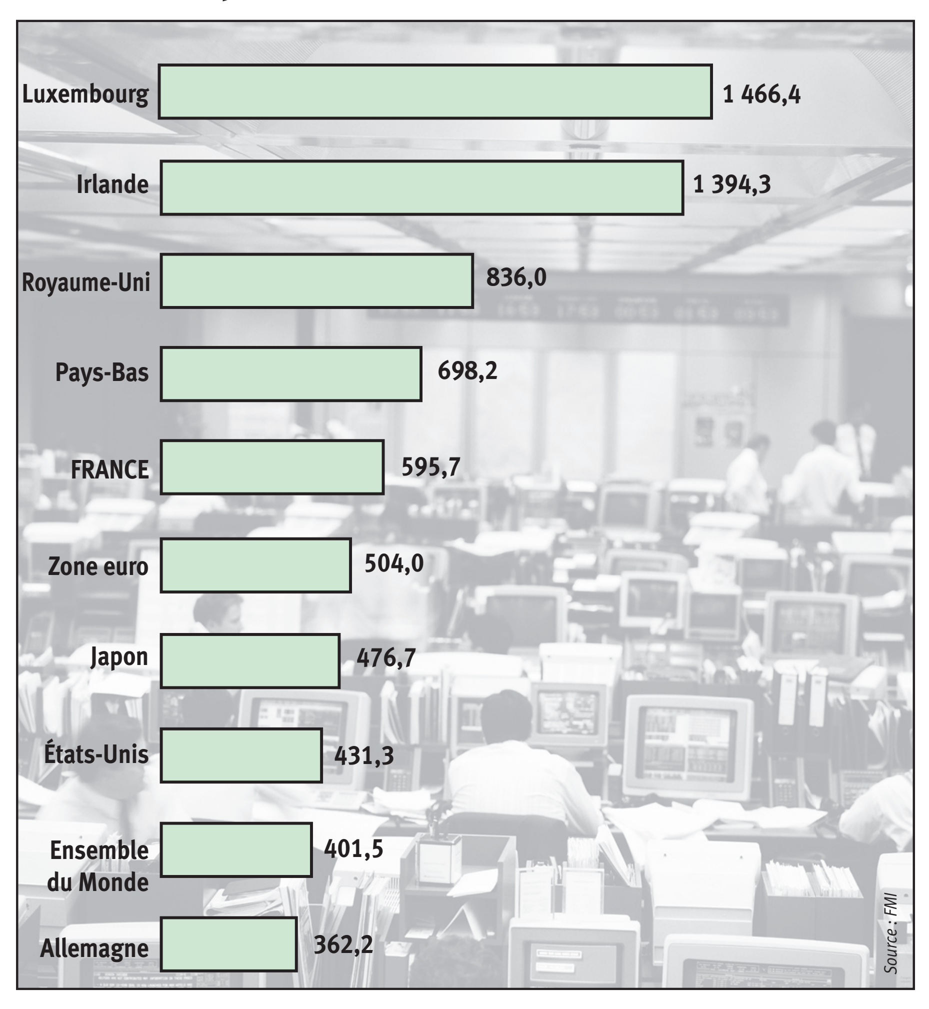
Une mesure de cette intégration financière croissante est donnée par le stock des actifs et des dettes étrangères en pourcentage du PIB. Pour les pays développés, ce rapport passe de 50 % environ en 1950 à plus de 300 % en 2004, le début des années 1990 marquant une accélération de cette progression. [...]

Autre signe de la globalisation financière : le développement du marché des changes. Le volume des transactions quotidiennes de devises sur l'ensemble des places financières est ainsi passé de 620 milliards en avril 1989 – année de la première enquête de la Banque des règlements internationaux (BRI) – à 4 000 milliards en avril 2010, dernière enquête disponible. Sur ce total, les transactions de change liées à des échanges commerciaux de biens et de services représentaient moins de 2 %, le reste étant la contrepartie d'opérations strictement financières et de mouvements internationaux de capitaux.

Source : Claude Demma, « *des marchés en expansion* »,
alternatives économiques, hors série n° 87, décembre 2010.
www.alternatives-economiques.fr

Document 8 b : le poids de la finance

Total de la capitalisation boursière, du stock d'obligations et de l'actif des banques en % du PIIB



Repère :

La **capitalisation boursière** est la valorisation des capitaux propres d'une entreprise par l'intermédiaire de son cours de bourse. Il est important de distinguer la valeur théorique des capitaux propres, indiqué au passif du bilan, et la valeur de marché. Cette valeur de marché représente la valeur réelle des capitaux propres d'une entreprise. C'est le prix auquel la société pourrait en théorie être rachetée si un investisseur voulait s'emparer de la totalité des actions.

Activité 7

1. Résumez la règle des « trois D ».

2. Illustrez (avec des données chiffrées) la globalisation financière.



A retenir

À la suite du développement des euros marchés à la fin des années 70, l'internationalisation et l'intégration croissante des marchés financiers depuis les années 80, peut être analysée sous l'angle de la règle les 3 D (déréglementation, décloisonnement, désintermédiation) marquée par la fin du système de **changes fixes** et contrôlés de Bretton Woods.

À partir du moment où la mobilité des capitaux a été autorisée, ceux-ci ont permis de relâcher, au sein de chaque pays, la nécessaire égalité entre l'épargne et l'investissement. Ainsi, les États-Unis ont connu et connaissent encore aujourd'hui un investissement total supérieur à leur épargne nationale, différence que l'on mesure par le déficit des échanges extérieurs.

Autre signe de la globalisation financière : le développement du marché des changes qui concerne aujourd'hui essentiellement des opérations strictement financières et de mouvements internationaux de capitaux.

La venue de nouveaux acteurs qui collectent et gèrent l'épargne des particuliers (les investisseurs institutionnels et les fonds spéculatifs) et le développement de nouveaux produits (produits dérivés) ont accentué ce mouvement de globalisation financière.

« Développement quantitatif, internationalisation, mutation sous l'effet de nouveaux acteurs et de nouveaux produits : telles sont les caractéristiques de l'expansionnisme des marchés financiers. La crise y a sans doute mis un coup d'arrêt. L'avenir dira si celui-ci n'était que temporaire. » AE.

Le mot « désintermédiation » qui désigne parfois ces mutations des années quatre-vingt souligne l'affaiblissement du rôle traditionnel des banques, celui consistant à « transformer » l'épargne des déposants en crédits aux agents besoin de financement. Elles y perdent une partie du revenu provenant de la différence entre les taux d'intérêt prêteur et emprunteur. Cependant, le développement de leurs fonctions de conseil et de courtier leur apporte une rémunération considérable (et sans risque). En outre, elles sont devenues « membres de la Bourse » et contrôlent la plupart des organismes spécialisés tels que les entreprises d'investissement et les O.P.C.V.M., ce qui en fait les maîtres du jeu de la sphère financière. Par conséquent, il est préférable de parler d'un déclin de l'intermédiation de bilan au profit de l'intermédiation de marché.



Qu'est-ce que l'intermédiation financière ?

Financement par le marché et financement par les intermédiaires financiers ont souvent été présentés comme alternatifs. La réalité contemporaine est différente. Les intermédiaires financiers, bancaires et non bancaires sont les acteurs principaux des marchés de capitaux. Ceux-ci se sont développés et internationalisés durant les dernières décennies et surtout ont diversifié à la faveur d'un intense processus d'intermédiation financière les supports de leur activité. La période récente a également vu s'accroître à la fois le rôle des intermédiaires financiers non bancaires et l'activité des banques sur les marchés.

Responsables des crises économiques et des licenciements pour les uns, indispensables au fonctionnement de nos économies développés pour les autres, les marchés financiers sont au cœur de l'actualité économique et social. Après avoir analysé les fonctions traditionnelles des marchés nous nous interrogerons sur les dysfonctionnements.



À quoi servent les marchés financiers ?

1. Les fonctions traditionnelles des marchés

Document 9

Si le marché primaire permet aux demandeurs de capitaux d'en obtenir à long terme contre l'émission de titres, dans une logique de finance directe, le marché secondaire, sur lequel des titres sont échangés, offre quotidiennement des possibilités d'accès à la liquidité pour leurs détenteurs ou des opportunités de placement pour les acquéreurs potentiels. […]

La détermination du cours d'un titre sur les marchés financiers semble relativement simple. La loi de l'offre et de la demande détermine le prix des actifs. L'informatisation des cotations et la mise en place de cotation assistée en continu permettent d'automatiser le processus et de garantir une cotation sur l'ensemble de la journée […] Le cours d'un titre reflète l'état des ordres et des demandes pour ce titre. […] Pourquoi tel ou tel titre est demandé entraînant l'augmentation due son cours ? La cotation d'un titre peut être assimilée à l'utilisation d'un thermomètre qui renseigne sur l'état de santé des entreprises qui les ont émis. Encore faut-il

que les prévisions soient correctement réalisées. Les informations que doit régulièrement publier une entreprise pour être cotée en bourse où l'évaluation qu'en font les agences de notation joue ici un rôle déterminant. Une mauvaise information des marchés risque de conduire à fixer des cours déconnectés de la valeur réelle des entreprises.[...]

Source : Gilles Jacoub « *A quoi servent les marchés financiers* »,
cahier français 361, pages 5 et 6

Activité 8 Quelles sont les fonctions attendues des marchés financiers ?



Les marchés financiers contribuent au financement de l'économie en mettant en relation des agents en capacité de financement et des agents en besoin de financement.

Ils permettent aux différents acteurs de réduire les risques en leur fournissant, via le prix des titres, des informations de nature à faciliter leurs décisions. Le cas des marchés à terme vus précédemment montrent qu'ils sont aussi à même de jouer un rôle d'assurance. Ce rôle peut être renforcé grâce aux produits dérivés, qui contribuent à une gestion plus efficace des risques dans le système financier.

Cependant, ces produits deviennent de plus en plus souvent des outils de spéculation et peuvent alors amplifier les risques au lieu de les diminuer (chapitre 2).

2. Les dysfonctionnements

Document 10

Il y a aujourd'hui deux positions opposées quant à l'utilité des marchés, ce qui reflète l'ambivalence de la finance moderne. D'un côté, ceux qui mettent en avant leur rôle irremplaçable et, de l'autre, ceux qui souhaitent les «désarmer», voire les supprimer. Prenons le cas de la Bourse, marché où s'échangent les actions émises par les entreprises. On nous apprend dans les manuels d'économie que ce marché a trois fonctions essentielles : le financement, l'évaluation des entreprises et le partage des risques. Qu'en est-il dans la réalité ?

On constate que les entreprises versent plus de ressources à leurs actionnaires (dividendes, rachat d'actions) qu'elles n'en reçoivent à l'occasion des émissions d'actions sur le marché. Donc la Bourse prélève plus sur les entreprises qu'elle ne leur apporte. En second lieu, les travaux

des économistes ont montré que la valeur boursière des entreprises est souvent très éloignée de leur valeur économique. En réalité, seule la troisième fonction, celle du partage des risques, semble être correctement remplie, dans la mesure où les actions d'une entreprise sont réparties entre un grand nombre d'actionnaires.

Considérons maintenant les marchés de produits dérivés où les échanges se font «à terme». Ces marchés ont été créés pour jouer le rôle d'assurance contre certains risques. Par exemple, une entreprise importatrice de pétrole de la zone euro achète du dollar sur le marché à terme plusieurs mois à l'avance pour se protéger contre les variations futures du cours du dollar.

Contradictions

La Bourse comme le marché à terme sont utiles dans la mesure où ils permettent de gérer les risques. Mais le problème est que, pour fonctionner, ces marchés ont besoin des spéculateurs pour prendre les risques dont veulent se débarrasser les acteurs qui se protègent. Or, comme l'a fort bien montré John Maynard Keynes (1), à mesure que les marchés se développent, l'activité de spéculation tend à l'emporter. Pendant la crise grecque de 2009-2010, la spéculation est venue des marchés de produits dérivés supposés protéger les détenteurs de la dette publique grecque... Apparaît ainsi l'ambivalence des marchés à terme : à la fois facteur d'instabilité, et donc de risques, et instruments de couverture des risques.

Source : Dominique Plihon, « *il faut supprimer les marchés financiers* », alternatives économiques, hors série n° 87, décembre 2010.
www.alternatives-economiques.fr

Activité 9 Questions sur le document 10

1. Quelles sont les fonctions traditionnelles des marchés financiers présentées dans ce document ?
2. Quelles contradictions soulèvent l'auteur ?

Conclusion

Si les marchés financiers sont si souvent décriés aujourd'hui c'est que leurs fonctions traditionnelles de financement de l'économie, de pourvoyeur d'informations ou de gestion des risques semblent reléguer au second plan, loin derrière les comportements spéculatifs. Le développement des marchés financiers semblent avoir échappé à tout contrôle et cette absence de régulation est au cœur de la crise des subprimes, entraînant une, voire des crises systémiques étudiées dans ce deuxième chapitre.



Comment expliquer les crises financières et réguler le système financier ?

Introduction

Dans le précédent chapitre vous avez abordé la naissance d'un système financier international aboutissant à la globalisation financière. Toutefois, la globalisation financière n'a pas fait disparaître les crises économiques qui comme vous l'avez vu (séquence 1 de l'enseignement obligatoire) ont changé de forme. Il va alors s'agir ici de comprendre l'apparition des crises financières avant d'aborder les mesures qui peuvent être adoptées afin de les limiter.

Pré-requis de première

Asymétrie d'information, risque de crédit, bilan.

Notions à acquérir

Aléa moral, risque systémique, comportement mimétique, régulation.

Activité 10 — Sensibilisation : Une idée ancienne remise au goût du jour ?

Document 11a

En 1978, l'économiste anglais James Tobin propose de taxer les transactions financières (entre 0,1 % et 1 %) afin, entre autres, de freiner la spéculation sur ces marchés. Il s'agissait selon son expression de « jeter du sable dans les rouages de la finance internationale ». Ainsi les opérateurs voulant gagner de l'argent par des opérations rapides (les spéculateurs) devraient payer beaucoup de taxes alors que son faible montant ne devrait pas gêner les opérateurs traditionnels.

Document 11b

La responsabilité des banques et de la volatilité des prix des actifs financiers dans le développement de la crise a incité de nombreux observateurs et plusieurs gouvernements, même parmi les plus attachés à la libre finance, à envisager diverses formes de taxation. Cette tendance est d'autant plus forte que les opinions publiques réclament généralement que les responsables participent aux coûts énormes que les finances publiques doivent supporter du fait des renflouements bancaires alors que la situation des finances publiques impose partout des relèvements de prélèvements obligatoires. Mais que taxer, dans quel but et que faire des fonds ainsi récoltés ?

Deux grandes options sont envisageables : soit une taxe générale sur les activités des établissements bancaires et financiers, assise sur leur bilan, sur la détention de certains éléments d'actifs jugés risqués ou sur leur chiffre d'affaires. Soit une taxe sur les transactions financières, inspirée de la fameuse « taxe Tobin ».

Comment taxer les banques et les transactions financières ?
Alternatives économiques, HS n° 88
www.alternatives-economiques.fr.

Questions

1. Quelles peuvent être selon vous les limites d'un tel projet de taxe ? (document 11 a)
2. À partir du document 11 b, indiquez à laquelle des options évoquées dans le doc. 11 b correspondent chacune des 3 propositions ci-dessous :
   – Dissuader les spéculations
   – Faire supporter aux établissements le coût social de leurs activités privées
   – Rendre les transactions plus coûteuses

Problématique :
Les conséquences de la faillite de la banque américaine Lehman Brothers ou encore celles liées aux difficultés de pays tels que la Grèce n'ont cessé d'inquiéter du fait d'un risque de propagation à l'ensemble de l'économie. Qu'est-ce que le risque systémique ? À quoi est-il dû ? Comment y faire face ? Autant de questions auxquelles ce chapitre va tenter de répondre.



L'apparition du risque systémique…

1. Qu'est-ce que le risque systémique ?

a) Définition d'un risque systémique :

Document n° 12

On appelle risque systémique le risque qu'un événement particulier entraîne par réactions en chaîne des effets négatifs considérables sur l'ensemble du système pouvant occasionner une crise générale de son fonctionnement.

Le risque systémique est **inhérent au système bancaire et financier**, du fait des interrelations existant dans ce secteur entre les différentes institutions et les différents marchés. <u>Le risque systémique du secteur financier est d'autant plus dangereux que le plus souvent les effets négatifs se diffusent sur l'économie réelle.</u>

http://www.lafinancepourtous.com/Risque-systemique.html

Activité 11

Questions

1. Expliquez le passage en gras (inhérent au système bancaire et financier).
2. Expliquez le passage souligné.



Risque systémique : risque de crise financière généralisée provoqué par la défaillance d'un participant qui entraîne dans sa chute d'autres défaillances d'établissements financiers (effet domino).



Le risque systémique peut également être appréhendé à travers la notion **d'externalités négatives** c'est-à-dire d'activité ayant un impact négatif sur la situation d'un autre agent sans que le premier supporte les dommages engendrés au second. Le risque systémique correspondrait aux coûts que fait supporter le secteur financier à l'économie réelle : chômage, difficultés à obtenir des financements, faillites d'entreprises, baisse des dividendes des actionnaires...

b) L'apparition d'un choc systémique.

Document 13

Le déclenchement d'une crise systémique naît d'un choc qui se propage à l'ensemble du secteur financier. Ce choc peut résulter du dysfonctionnement d'un marché ou d'une institution financière. Il peut également provenir d'une situation de déséquilibres macroéconomiques. Mais tout choc ne déclenche pas nécessairement une crise systémique. Celle-ci suppose que le choc soit propagé à l'ensemble du secteur financier, puis à l'économie réelle. Une telle propagation n'intervient que dans le cas où le système financier s'est progressivement fragilisé par l'accumulation de risques pouvant l'affecter globalement.

Ainsi, les déséquilibres mondiaux expliquent en partie la crise financière récente.

Deux écoles s'affrontent pour expliquer l'origine de cette crise : la première souligne la responsabilité de l'accumulation des déséquilibres mondiaux et la seconde met l'accent sur les défaillances de la régulation financière. Ce débat révèle en réalité que les facteurs macroéconomiques et financiers sont étroitement liés dans le déclenchement d'une crise systémique. La crise trouve en partie ses origines dans l'endettement excessif des agents privés de certaines économies occidentales avancées dans la phase d'expansion économique du début des années 2000, jusqu'à atteindre des niveaux qui n'étaient plus soutenables. Ce phénomène a particulièrement touché les ménages américains : la crise du subprime s'est ainsi déclenchée à l'été 2007 à la suite du retournement du marché immobilier américain. Ces niveaux d'endettement ont été rendus possibles par l'abondance des liquidités mondiales et l'assouplissement des conditions d'octroi de crédit favorisé par la faiblesse des taux d'intérêts.

http://www.minefe.gouv.fr/services/rap10/100414raplepetit.pdf p13 du pdf

Activité 12

1. Quelles sont les deux origines d'un choc systémique ici présentées ?
2. À l'aide du texte illustrez le passage souligné.
3. Pourquoi peut-on dire les déséquilibres macroéconomiques et la régulation financière sont liés ?

c) Illustration d'une crise systémique.

Illustrons maintenant ce mécanisme en chaîne par l'exemple de la faillite en 2008 de la banque américaine Lehman Brothers.

Document n° 14 : Lehman Brothers - Crise financière : quelles conséquences en France ?

La faillite d'une des plus grandes banques américaines entraîne la dégringolade des bourses mondiales. Les banques françaises sont à l'abri, mais l'économie nationale sera touchée.

Bercy s'est rapidement voulu rassurant : la France est à l'abri, nous dit la ministre de l'Économie, Christine Lagarde, pour qui les « *répercussions sur les banques françaises devraient être limitées* ». [...]

Pourtant, la crise est loin d'être terminée et la France n'en sortira pas indemne selon plusieurs économistes. [...]

Cependant, [...], l'économie française devrait tout de même subir les conséquences à moyen terme de la crise financière, comme le prévoit Nicolas Bouzou : « *Une crise financière, ça veut dire aussi moins de croissance économique, moins de pouvoir d'achat, moins d'emploi. On le voit bien en France puisque depuis le 2e trimestre les entreprises ont tendance à supprimer des emplois. Le niveau d'emploi a commencé à diminuer au 2e trimestre 2008, ce qui ne s'était pas vu depuis plusieurs années* ».

Les petits actionnaires trinquent

Parmi les victimes de cette crise boursière, on trouve évidemment les petits épargnants. Certains ont beaucoup perdu avec la chute des cours. Les épargnants qui ont placé leurs économies en bourse sont particulièrement en colère, surtout ceux qui avaient acheté des actions de banques françaises (qui ont fortement chuté).

[...]

La rédaction avec Yannick Olland et Stéphanie Collié | RMC.fr | 16/09/2008

Activité 13

❶ A partir du document n°14 expliquez comment la crise financière, débutée par la faillite de Lehman Brothers s'est diffusée dans l'économie française.



Le **risque systémique**, exprime la diffusion à grande échelle d'une crise initiale, généralement d'origine financière. Du fait de la globalisation financière, il existe un grand nombre d'engagements entre les banques et les autres agents économiques. Du fait des engagements croisés qui existent entre eux, le dysfonctionnement d'un acteur majeur du système (une banque) notamment peut entraîner des faillites en chaîne, pouvant elles-mêmes conduire à l'effondrement du système financier dans son ensemble.

2. Le risque systémique provient de comportements rationnels

Document n° 15

Il est important de souligner que les réactions en chaîne à un événement provoquant l'insécurité générale ne viennent pas d'un comportement irrationnel des agents économiques. Elles correspondent au contraire à des réponses rationnelles de leur part aux risques qu'ils perçoivent.

Ainsi par exemple lorsque se manifeste un risque de faillite d'une banque, il est logique que tous ceux qui ont déposé de l'argent dans cette banque se précipitent pour retirer leur argent. En effet si la faillite intervient, la banque ne pourra pas honorer toutes ses dettes. Ce sera « premier demandeur » « premier servi » jusqu'à la cessation de paiement.

http://www.lafinancepourtous.com/Risque-systemique.html

Comment peut-on alors expliquer des ruées bancaires ? Pourquoi des agents se précipitent-ils faire des retraits à leur banque au risque d'aggraver sa situation ?

Les paniques bancaires peuvent en fait débuter suite à des informations (avérées ou) sur la mauvaise qualité des actifs bancaires.

Face au risque de faillite (avéré ou non) de leur banque, des clients anticipent qu'ils ne puissent retirer leur épargne. Les autres clients, apprenant ces retraits vont faire de même par crainte, qu'ils ne puissent à leur tour retirer leur épargne. Ils adoptent donc des comportements mimétiques.



Les **comportements mimétiques** sont des comportements d'intervenants sur les marchés financiers qui prennent au même moment des décisions similaires.

Toutefois ce type de comportement, basé sur des anticipations, conduit à ce que celles-ci finissent par arriver quoiqu'il se passe. Ainsi par exemple si des actionnaires anticipent la chute du cours de leur titre, ils vont préférer vendre avant, seulement en vendant, les actions, plus abondantes sur le marché voient leur cours baisser. On parle alors **d'anticipations auto réalisatrices.**

3. Le risque systémique est lié à l'information

Document n° 16

Le risque systémique provient des banques qui doivent elles-mêmes faire face à trois types de risques :

– Le risque de crédit : lorsqu'un emprunteur fait défaut et ne rembourse pas la banque.

– Le risque de taux : lorsque les taux varient ils jouent à la fois sur les revenus de la banque mais aussi sur ses dettes. Si ses dettes sont davantage affectées par une augmentation des taux cela va diminuer le profit de la banque mais peut aussi la mettre en difficulté si elle est trop exposée à ce risque.

– Le risque de marché : Les banques gèrent les risques de crédit et de taux par des opérations sur les marchés de produits dérivés où elles échangent différents produits. Ces produits peuvent alors perdre de leur lisibilité comme ce fut le cas pour les subprime. Les banques effectuent aussi des opérations spéculatives. Les traders face aux importantes perspectives de profits prennent des risques (affaire Kerviel).

a) Une information sur les clients imparfaite source de risques

Activité 14

À partir du document 16, complétez le texte ci-dessous en choisissant les bonnes propositions :

Lorsque des emprunteurs ne remboursent pas leur banque cela améliore/dégrade les bilans bancaires.

L'augmentation des taux d'intérêt conduit la banque à sélectionner des emprunteurs qui sont prêts à supporter ce coût, leurs projets sont généralement rentables/peu rentables mais aussi risqués/peu risqués ce qui accroit/diminue le risque de défaut de paiement.



A retenir

Il existe une **asymétrie d'information** entre les banques et leurs clients. En effet, malgré les précautions prises, il n'est pas toujours possible d'évaluer si l'emprunteur sera en capacité de rembourser ses dettes. Si par exemple un emprunteur a souscrit un crédit à taux variable et que les taux d'intérêt augmentent, il pourrait être dans l'incapacité de le rembourser. D'autre part, faute d'information parfaite sur la qualité de ses clients la banque peut être amenée à sélectionner ceux de moins bonne qualité, qui, bien qu'ils se déclarent prêt à payer des intérêts plus élevés ont aussi des projets plus risqués, c'est ce qu'on appelle la **sélection adverse**, ou **l'anti-sélection**.

Enfin, les activités bancaires s'effectuent comme vous l'avez vu dans le chapitre précédent sur les marchés. Les banques peuvent ainsi vendre leurs risques de crédits sous formes de produits dérivés : c'est ce qu'on appelle la **titrisation**. La titrisation est une technique financière permettant à une banque de transformer en titres négociables des actifs illiquides, c'est-à-dire qui ne sont pas (ou pas facilement) vendables. →

→

Initialement, cette technique a été utilisée par les établissements de crédit dans le but de refinancer une partie de leurs prêts à la clientèle. Toutefois, cette technique a connu des dérives importantes puisqu'elle s'est progressivement effectuée à des fins spéculatives.

Outre les perspectives de profit, comment peut-on expliquer cette tentation spéculative ?

b) Un rôle de la banque centrale générateur de risque.

Document n° 17 : Le prêteur en dernier ressort

La question du sauvetage éventuel des banques en période de crise n'est pas nouvelle. Depuis plus de deux siècles, si l'on remonte aux travaux d'Henry Thornton (1802) et, surtout, de Walter Bagehot (1873), les économistes et les banquiers se sont beaucoup intéressés aux fonctions de prêteur en dernier ressort (PDR) qu'assument les banques centrales, en édictant même une doctrine classique quant aux principes susceptibles de guider l'action du prêteur en dernier ressort : il convient de n'accorder les prêts d'urgence qu'aux banques illiquides mais solvables, et seulement à titre transitoire ; cela doit s'opérer en échange d'actifs (ce que l'on appelle également aujourd'hui les collatéraux) de bonne qualité ; les taux d'intérêt pratiqués par le prêteur en dernier ressort doivent être élevés, voire pénalisants, pour éviter que les bénéficiaires tirent profit de la situation ; enfin, les prêts d'urgence doivent être sans limite et sans sélectivité parmi les banques, afin de rétablir la confiance générale et la liquidité des marchés.

Depuis, cette approche classique du prêteur en dernier ressort a fait l'objet de pas mal d'amendements. En cas de crise, lorsqu'il s'agit de réagir dans l'urgence, les banques centrales ont quelque peine à tracer la frontière entre les banques seulement illiquides et les banques insolvables. Pour autant, il ne leur est pas interdit de soutenir des banques qui ont toutes les chances de se révéler insolvables, mais dont la faillite, compte tenu de leur taille, pourrait exercer des effets de contagion sur les autres banques, y compris les plus saines. C'est l'argument du *too big to fail* (trop gros pour faire faillite), conduisant à recommander le sauvetage des banques dont la taille et la place au sein des relations interbancaires les rendent trop stratégiques pour qu'on les laisse disparaître, au regard de la crise systémique que leur faillite pourrait induire.

En même temps, si la banque centrale affiche son engagement constant à refinancer sans aucune discrimination les banques en difficulté, cela peut inciter toutes les banques à étendre leurs activités les plus risquées, et donc les plus rémunératrices, en se sachant placées sous le bouclier éventuel de l'intervention du prêteur en dernier ressort. C'est ce qu'on appelle l'aléa moral. Il faut donc que subsiste un doute sur l'entrée en scène de la banque centrale, en l'occurrence une ambiguïté constructive quant à l'ampleur et à la sélectivité du sauvetage ; une telle incertitude permet en effet de limiter les comportements opportunistes.

Comment sauver la finance de ses crises ? André Cartapanis,
Alternatives Économiques Hors-série n° 087 – décembre 2010
www.alternatives-economiques.fr

Activité 16

1. Pourquoi la banque centrale est-elle préteur en dernier ressort ?
2. Expliquez le passage souligné.
3. En quoi avoir laissé la banque américaine Lehman Brothers faire faillite a contribué à réduire l'aléa moral ?



Aléa moral (ou risque moral) désigne un risque provenant d'un comportement non anticipé de la part des contractants.



A retenir

La gestion de l'information est au cœur du risque systémique. En effet, un manque d'information peut être source de pertes bancaires et donc de détérioration des bilans bancaires. Face à cette dégradation les banques vont chercher à financer les projets les plus rentables (à des taux élevés) mais aussi risqués donc susceptibles de n'être jamais remboursés. Enfin, les banques détiennent une information qui modifie leur attitude à l'égard du risque : sachant que la banque centrale les refinancera en cas de difficulté majeure, elles sont tentées de s'engager dans des activités spéculatives.

L'existence du risque systémique et la prise en compte de ses effets sur l'activité économique rend nécessaire une régulation des marchés financiers.



B ...rend nécessaire la régulation des marchés financiers

Le manque de régulation est accusé (en partie) d'être à l'origine du risque systémique.

Face aux risques de crises financières et à leur extension à toute la sphère économique, la régulation apparaît comme une nécessité et des mesures sont prises afin de l'accroître et/ou de la rendre pus efficace.

Document n° 18

La crise des *subprime* a marqué un coup d'arrêt au développement exponentiel de la finance. [...]. Il est encore trop tôt pour savoir si ce changement sera durable. Mais l'un des éléments déterminants sera la force avec laquelle les nouvelles régulations mises en place depuis le G20 d'avril 2009 permettront ou pas de limiter le développement de nouvelles bulles spéculatives. De ce point de vue, la planète finance sera




sans conteste plus régulée qu'elle ne l'était auparavant. La croyance dans la capacité des banques et des marchés à s'autodiscipliner avait conduit les autorités publiques –les gouvernements et les régulateurs – à considérer la stabilité financière comme un acquis. La crise qui a démarré à l'été 2007 a montré qu'in n'en était rien. Ses dégâts sociaux et économiques ont incité les gouvernements du G20 à mettre en place de nouvelles règles (davantage de **fonds propres** pour les banques, régulation des **dérivés**...) pour mieux contrôler les établissements, les marchés et les produits financiers. Pour autant, il faut encore attendre leur mise en œuvre complète, au cours des prochaines années, pour savoir se ce « plus » de régulation se traduira pas un « mieux » de régulation. On sait déjà que les nouvelles règles ont des lacunes : entre autres choses, elles ne proposent rien pour renforcer le pouvoir des contrôleurs de risques au sein des banques ou pour remettre en cause les paradis fiscaux en tant que zones opaques de prises de risques financiers. [...] La bataille pour la régulation financière est donc loin d'être terminée.

Christian Chavagneux, *Finance : ce que la crise a changé*, Alternatives économiques HS n°90, 4e trimestre 2011
www.alternatives-economiques.fr



La **régulation** désigne le processus par lequel un système économique et social parvient à se reproduire dans le temps en conservant l'essentiel de ses caractéristiques par-delà les crises qui l'affectent.

Activité 17

1. Recherchez le sens des deux termes en gras (fonds propres et dérivés) :
2. Expliquez pourquoi imposer une augmentation des fonds propres peut être une mesure de régulation ?
3. Quels sont les trois axes des mesures de régulation évoqués ici ? (A qui s'adresse-t-elle ? sur quoi porte-telle ?)

1. Vers une gouvernance mondiale des marchés et du risque financier

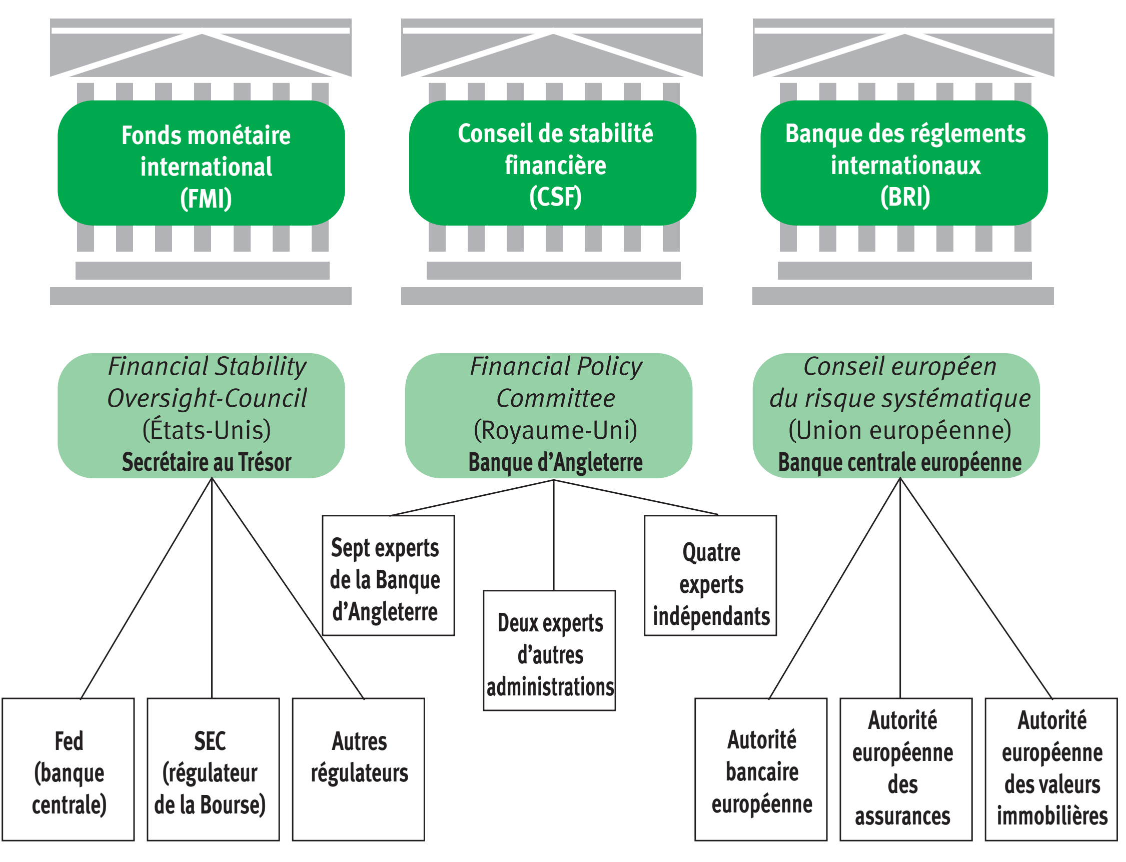
Document n° 19

Avant la crise, la surveillance des risques financiers systémiques (ceux pouvant transformer une crise locale en une panique mondiale) était du seul ressort de la Banque des règlements internationaux (BRI), le club des banquiers centraux. Un Forum de stabilité financière, composé essentiellement de représentants des banques centrales et des ministères des Finances, existait également mais sans rôle précis.

Depuis, tout a changé. Le Forum, rebaptisé Conseil, est désormais au cœur de la gouvernance financière mondiale. Il reçoit des informations du FMI (revues des secteurs financiers nationaux, analyse des risques financiers mondiaux) et se nourrit des débats et de l'expertise des ban-

quiers centraux et des superviseurs financiers regroupés au sein de la BRI. De plus, il dispose de nouvelles institutions créées dans les grands centres financiers chargées pour la première fois de coordonner les différents régulateurs nationaux. Au Royaume-Uni, des experts de la société civile vont ainsi participer à la définition de la politique de stabilité financière du premier marché financier mondial. Aux États-Unis, après l'échec de la banque centrale à éviter la crise, le pouvoir de surveillance a été confié au secrétaire au Trésor, le ministère des Finances.

Source : *Une nouvelle gouvernance mondiale du risque financier*, alternatives économiques, HS n°90 www.alternatives-economiques.fr



Source : Une nouvelle gouvernance mondiale du risque financier, Alternatives Economiques, HS n°90 Document p14.

Suite à la crise financière de 2008, les autorités de régulation, ont modifié l'attribution de leurs compétences afin d'aller vers davantage de coordination.

2. Contrôler les acteurs de la finance

La réglementation se justifie notamment par la présence d'externalités négatives associées aux faillites bancaires.

a) Réglementation prudentielle des banques

Document n° 21

La réglementation prudentielle qui s'applique aux banques a pour fonction de brider les comportements à risque et de minimiser la probabilité de nouvelle crise, en visant deux objectifs distincts. Cette réglementation doit contribuer à la sécurité de chaque intermédiaire bancaire afin de protéger les déposants ou les investisseurs, face à d'éventuelles défaillances individuelles. Telle est la fonction visée par les dispositifs prudentiels traditionnels, qualifiés de microprudentiels et dénommés Bâle I ou Bâle II, qui cherchent à limiter le risque de détresse financière pour des institutions individuelles, indépendamment de leur impact sur le reste de l'économie.

Mais la réglementation bancaire doit également stabiliser le système monétaire et financier dans sa dimension globale, compte tenu de ses fonctions macroéconomiques, et donc contenir le risque systémique. La finalité d'une telle approche macroprudentielle est non seulement d'assurer la stabilité et la continuité des échanges au sein de la sphère financière, mais aussi de limiter le risque qu'une détresse financière induise des pertes significatives en termes de croissance réelle.

C'est sur la base des orientations approuvées par le G20, notamment lors du Sommet de Londres du 2 avril 2009, que le Comité de Bâle, qui regroupe les représentants des principales banques centrales de la planète, a préparé un plan d'approfondissement des réglementations prudentielles. Ce dispositif, que l'on dénomme déjà Bâle III, prévoit d'augmenter significativement les provisions en capitaux propres des banques et d'introduire de nouveaux ratios (ratio de liquidité, ratio de levier maximum) qu'elles devront impérativement respecter. Autant de mesures qui devraient limiter les prises de risque (risque d'illiquidité, risque d'insolvabilité, risque de transformations d'échéances) des banques.

En ce qui concerne le risque de contagion et de cascades de défaillances bancaires, plusieurs lignes d'action sont envisagées : réduire l'importance systémique de certains établissements en plafonnant leur taille ou en restreignant la gamme de leurs opérations (prêts aux fonds spéculatifs par exemple), dans la ligne de certaines propositions de Paul Volcker, conseiller du président Obama ; renforcer le approvisionnement en fonds propres en fonction du risque systémique porté par un établissement ; élargir le périmètre de la réglementation prudentielle à des établissements (les *hedge funds*[3], par exemple) ou des produits financiers (les dérivés) qui y échappaient jusqu'ici.

Certaines banques devraient donc être assujetties à des provisions plus élevées en capitaux propres que d'autres, en fonction de leur contribution au risque systémique, ce qui est une façon de compenser l'aléa moral associé à un statut de *too big to fail*. On peut cependant regretter que

3. *hedge funds : Les hedge funds sont des fonds d'investissement d'un type particulier, ce sont des fonds spéculatifs.
*Titriser : transformer un crédit en actif financier pour le vendre à des investisseurs.

le calendrier d'application de ces mesures s'étende jusqu'en 2019. Sans parler de la transposition opérationnelle des principes de Bâle III qui restera soumise à l'agrément des gouvernements…

Comment sauver la finance de ses crises ? André Cartapanis,
Alternatives Économiques Hors-série n° 087 – décembre 2010
www.alternatives-economiques.fr

Activité 18

1. Recherchez ce que sont les réglementations Bâle I et Bâle II.
2. Complétez le tableau

	Réglementation micro prudentielle	Réglementation macro prudentielle
Objectifs		

Classez les exemples suivants dans la Réglementation correspondante		
Exemples	Réglementation micro prudentielle	Réglementation macro prudentielle
Bâle I		
Bâle II		
Plafonnement de la taille des établissements financiers		
Interdire ou limiter certaines opérations		
Ratio de liquidité		
Étendre la Réglementation prudentielle		
Augmenter les fonds propres en fonction de leur contribution au risque systémique		
Imposer un ratio de levier maximum		

b) Réguler, contrôler et sanctionner les agences de notations



A retenir

Une **agence de notation** est une entreprise ou une institution chargée de la notation des collectivités (États...) ou des entreprises (financières et non financières) selon certains critères définis par une réglementation ou par les acteurs du marché. Il y a trois principales agences de notation financière : Fitch, Moody's et Standard & Poor's.

La particularité des agences de notation est qu'elles facturent les émetteurs (entreprises, banques, collectivités publiques..) pour l'obtention de leur propre notation ce qui pose la question de leur indépendance.

Document nº 22

Les agences de notation ont eu un rôle crucial dans la titrisation. Elles notent les « paquets » de crédits titrisés, et les obligations émises en contrepartie selon les différentes tranches de risques.

Juges et parties dans la titrisation

Lorsque les agences notent des obligations d'entreprise, leur appréciation porte sur la valeur intrinsèque de l'entreprise. L'investisseur peut la confronter à d'autres et la considérer comme un point de vue comme un autre. « E*n revanche*, explique Michel Aglietta, *dans le cas des crédits titrisés, les agences de notation notent et sont en même temps parties prenantes de la titrisation. La constitution du produit et la notation sont complètement imbriquées. Sans la notation, le titre n'a pas d'existence* » (La crise. Pour quoi en est-on arrivé là – Michalon 2009). Les banques d'affaires qui structurent et commercialisent le produit et les agences travaillent ensemble pour déterminer les spécificités de constitution des tranches et obtenir le *rating* recherché.

A posteriori, la plupart des observateurs font valoir que les agences ont accordé trop généreusement des notes AAA (la meilleure note) sur les paquets titrisés. Cela a contribué à la formation de la bulle spéculative. Sans cette notation, le risque réel aurait sans doute été mieux appréhendé et l'euphorie aurait été moins grande. Ensuite, lorsque le marché de l'immobilier s'est retourné, les agences n'ont pas dégradé correctement et en temps utile les titres de créances hypothécaires. Elles ont réagi trop tard et par des dégradations brutales, ce qui a aggravé la crise.

Au final 93 % des titrisations de produits hypothécaires commercialisés en 2006 avec la note AAA ont maintenant la note « d'obligation pourrie ».

Deux explications généralement données

Les conflits d'intérêts

Les agences sont payées par ceux qu'elles notent. Ces dernières années les notations dans ces opérations (appelées notations de produits structurés) ont représenté jusqu'à 50 % de leur chiffre d'affaires. En outre,

le nombre de clients étant assez limité, les agences se sont sans doute retrouvées en situation de dépendance par rapport à leurs clients. Les mails révélés par le sous-comité des investigations du Sénat américain en avril 2010 lors de son travail sur l'affaire Goldman Sachs sont révélateurs d'un système dans lequel les banques d'affaires commercialisant les produits structurés pouvaient traiter avec l'agence la plus encline à accorder la notation la plus favorable. [...]

Les modèles d'évaluation des risques

Comment a-t-on pu donner la meilleure note à des paquets de crédits contenant des paquets de crédits « subprimes » ? Cela peut s'expliquer par le fait que les agences ne sont finalement pas très expertes dans l'évaluation du risque de crédit et du risque de liquidité, qui auraient dû être au cœur de leur analyse. Traditionnellement, ce sont les banques qui évaluent les risques de crédit, de liquidité et d'une manière générale l'environnement économique.

http://www.lafinancepourtous.com/Dans-la-crise-des-subprimes.html

Activité 19

1. Quelles critiques sont adressées aux agences de notation ?
2. Quelles sont les deux explications avancées quant à leur rôle dans la crise ?



A retenir

Il est apparu comme indispensable de réguler l'activité des agences de notation puisqu'avant les réunions du G20* rien n'était fait en la matière. Suite aux G20 des mesures sont prises au niveau européen :

– les agences doivent être enregistrées dans les pays européens où elles opèrent.
– elles devront se soumettre à la supervision de l'Agence européenne des marchés financiers (AEMF)
– elles ne pourront fournir de conseils aux organismes qu'elles notent
– elles devront rendre publics les modèles, les méthodes et les principales hypothèses sur lesquelles elles fondent leurs notations, respecter des règles de transparence.

Pour certains cela est insuffisant et il faudrait prendre d'autres mesures :

– Le ministre allemand des Affaires étrangères Guido Westerwelle a suggéré la création « d'une agence de notation européenne indépendante ».
– Jean-Pierre Jouyet, président de l'Autorité des Marchés financiers (AMF), propose la création d'une nouvelle agence de notation internationale mi-publique mi-privée supervisée par le FMI.

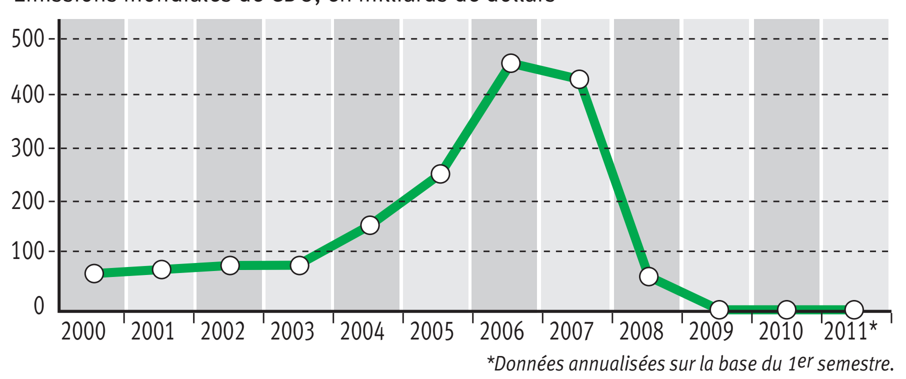
* les pays du G20 sont ceux du G8 (États-Unis, Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie, Canada et Russie.) auxquels se sont adjoints l'Afrique du Sud, l'Arabie Saoudite, l'Argentine, l'Australie, le Brésil, la Chine, la Corée du Sud, l'Inde, l'Indonésie, le Mexique et la Turquie. Et auxquels on ajoute l'Union Européenne.
Le G20 se décline sous trois formes : les G20 regroupant des chefs d'État et de gouvernement, les G20 finance regroupant les ministres des finances et les gouverneurs des banques centrales et, depuis, des G20 sociaux, réunissant les ministres de l'emploi.

3. Réglementer les activités de marché : vers moins de spéculation

a) Encadrer les transactions portant sur les produits dérivés

Document n° 23

Émissions mondiales de CDO, en milliards de dollars



**Données annualisées sur la base du 1er semestre.*

Source : *En quêtes de nouvelles innovations*, Alternatives Economiques, HS n°90.
www.alternatives-economiques.fr

Les produits dérivés sont la résultante des innovations financières. Certains d'entre eux : les CDO (Collateralised Debt Obligation)= titre de dette dont le remboursement est censé être garanti par un portefeuille de crédits. Cependant du fait de la titrisation[4], le lien avec les crédits initiaux a été perdu de vue. Les CBO qui ont porté la crise des subprime, ont vu leurs émissions mondiales réduites pour quasiment disparaître après 2008. Toutefois cela n'est pas lié à la régulation et de nouvelles innovations financières ont émergé sur le marché des dérivés.

*Titrisation : transformation de créances en titres, réalisée en les cédant à une société créée dans ce but, qui finance l'achat des créances en vendant des titres. La titrisation permet à une banque de transférer des risques de crédit à d'autres agents.

Document n° 24

Un meilleur contrôle des risques liés aux marchés financiers passe d'abord par un encadrement du fonctionnement des marchés de produits dérivés*. Impossible en effet aujourd'hui de savoir avec précision qui prend des risques sur ces marchés et à quelle hauteur. Car la très grande majorité des transactions s'y effectue de gré à gré c'est-à-dire de manière bilatérale et opaque entre acteurs financiers.

Le G20 souhaite désormais que ces marchés soient organisés autour de chambres de compensation, des institutions privées dont le rôle est

4. Produits dérivés : produits financiers permettant aux acteurs économiques de se protéger contre la variation des taux d'intérêt, des taux de change, etc. Ils sont devenus, avec la titrisation des supports importants de la spéculation.

d'enregistrer les transactions, d'établir quotidiennement les positions nettes des acteurs financiers (ce qu'ils achètent moins ce qu'ils vendent) et de se porter garantes si l'un d'entre eux fait faillite ou ne peut payer les autres. Les régulateurs devront alors surveiller que les chambres de compensation aient assez de capital pour faire face à une crise éventuelle.

En décembre dernier, la Chambre des représentants américaine a voté un texte allant dans le sens de cette nouvelle organisation des marchés. [...] L'Europe souhaite avancer dans le même sens, mais on attend encore les propositions de la commission européenne. Compte tenu des importants profits réalisés sur ces marchés, les acteurs financiers exercent depuis l'an denier un puissant lobbying des deux côtés de l'Atlantique pour tenter de limiter la portée de ces nouvelles régulations.

Source : Christian Chavagneux, *La finance est-elle sous contrôle* ?,
Alternatives économiques HS 84, 2e trimestre 2010
www.alternatives-economiques.fr

Les régulateurs souhaitent que le marché des dérivés soit davantage contrôlé et régulé. Le rôle des différents opérateurs (cf chapitre 1) devra être clairement établi : les chambres de compensations ayant pour rôle d'éviter les dérives qu'ont entrainé les CBO. Ainsi il y aurait une forme d'assurance quant au montant du capital dont disposent les acteurs financiers, ceci ayant pour but qu'une faillite de l'un d'eux ne se propage.

b) Vers l'interdiction des ventes à découvert ?

Les **ventes à découvert** consistent à vendre à terme un titre que l'on ne détient pas le jour où cette vente est négociée mais qu'on s'engage à détenir le jour où sa livraison est prévue.

Activité 19

Complétez le texte ci-dessous en choisissant la bonne proposition.

Si la valeur du titre baisse après la vente à découvert, le vendeur peut racheter les titres au comptant et dégager une plus-value/moins value. Si, à l'inverse, elle monte, le vendeur s'expose à un risque de perte/de gain important, tandis qu'un acheteur ne peut pas gagner/perdre plus que sa mise de fonds.

Document n° 25

Grâce aux ventes à découvert, il est possible de gagner de l'argent lorsque la bourse va mal. Cette technique consiste à emprunter pour un court laps de temps des actifs (actions, emprunts d'État, etc.), afin de les vendre puis les racheter rapidement. Si les cours ont baissé entretemps, le financier empoche la différence.

L'exemple de la Société Générale

L'exemple le plus frappant de la semaine est celui de la Société Générale. Un trader observe que cette banque est malmenée par les marchés et parie que cela va continuer. Il demande alors à un investisseur de lui prêter des actions Société générale pour «vendre à découvert».

Lundi 8 août au matin, le trader vend les actions qu'on lui a prêtées : elles valent 27 euros chacune. Mercredi soir, la chute du CAC 40 a fait baisser le prix de l'action à 22 euros : il rachète alors le même nombre d'actions pour les rendre à son prêteur. Résultat : il a réalisé un gain de 5 euro par action. Il «suffit» alors d'appliquer cette technique sur un millier d'actions en même temps pour empocher 5.000 euros en l'espace de trois jours.

Pourquoi les interdire ?

Pourquoi interdire les ventes à découvert ? Parce que ce mécanisme spéculatif ne fonctionne que lorsque les cours boursiers chutent. Les financiers qui y ont recours n'ont donc aucun intérêt à ce que la chute des bourses s'arrête, quitte à ne pas démentir les fausses rumeurs qui circulent. L'interdiction temporaire des ventes à découvert n'est pas une première : elles avaient déjà été suspendues dans plusieurs pays pendant la crise financière de 2008-2009. Certains chefs d'État avaient même envisagé de les proscrire définitivement, en vain.

Autre reproche, les ventes à découvert aggravent les crises : en vendant de nombreuses actions dont le cours est déjà en baisse, un trader aggrave encore un peu plus la chute de son cours. Enfin, un trader recourant aux ventes à découvert n'a aucun intérêt à démentir ou stopper la diffusion d'une fausse rumeur qui fait chuter les cours. Pire, il peut même être tenté de discréditer une entreprise pour faire chuter le cours de son action.

Les ventes à découvert interdites en France,
Gabriel Vedreenne, europe1.fr, 12 août 2010

D.R.

Activité 20

Complétez le tableau en justifiant vos réponses

	VRAI	FAUX
La vente à découvert consiste à parier à la baisse d'un titre.		
Si un trader vend à découvert une action 27€ et la rachète quelques jours plus tard (pour rembourser son prêteur) 22€, il a gagné 5€.		
Si un trader vend à découvert une action 22€ et la rachète quelques jours plus tard (pour rembourser son prêteur) 27€, il a gagné 5€.		
Vendre à découvert est un acte spéculatif.		
Les vendeurs à découvert peuvent avoir intérêt à propager une rumeur selon laquelle une entreprise ferait des bénéfices record.		

c) Des activités à encadrer ?

Document n° 26

Le « trading » à haute fréquence sert-il à quelque chose ?

Apparu récemment, le *trading* à haute fréquence est un bon exemple d'innovation financière discutable. Il consiste en ordres automatisés gérés par ordinateur en s'appuyant sur des formules mathématiques complexes. Le *trading* à haute fréquence multiplie les opérations, à tel point qu'il représente 70 % des transactions à New York et 40 % en Europe. L'objectif est de gagner de l'argent en jouant sur les petites différences de prix qui interviennent pendant des microsecondes.

Ces opérations très rapides créent des risques de manipulation des cours. Par exemple, il est possible de multiplier les ordres d'achat d'un titre en quelques centièmes de seconde pour donner l'impression que la demande de titres augmente, ce qui poussera des intervenants moins rapides à acheter et permettra à celui qui a lancé les premiers ordres d'achat (sans intention de les exécuter) de... vendre avec profit.

Vu le rythme des transactions, un manque de liquidité pendant quelques instants suffit à créer et à laisser se propager instantanément d'énormes déséquilibres, comme lors du krach éclair du 6 mai 2010, au cours duquel les entreprises américaines ont perdu (puis repris) 10 % de leur valeur en quelques secondes.

Le *trading* à haute fréquence donne un avantage important aux grandes firmes, qui seules possèdent les capacités informatiques énormes nécessaires à ce type d'opération. Et qui louent des locaux à proximité des marchés, afin de gagner sur leurs concurrents les quelques centièmes de secondes qui font la différence.

Il est possible que le *trading* à haute fréquence améliore à la marge la liquidité des échanges. Mais ce point est controversé, ce qui veut dire que personne ne peut prouver que le *trading* à haute fréquence ait une quelconque utilité sociale. En revanche, il a de sérieux **effets négatifs.**

Source : *À quoi sert la finance*, Arnaud Parienty, *Alternatives Économiques* n° 305 – septembre 2011
www.alternatives-economiques.fr

Activité 21

1. Pourquoi le trading à haute fréquence peut être perçu comme une pratique anti-concurrentielle ?
2. Pourquoi le trading à haute fréquence n'a pas d'utilité sociale.
3. Illustrez le passage souligné.



La pratique du trading à haute fréquence devrait (à ce jour être encadrée) sans pour autant être interdite. Les pistes évoquées pour la réguler sont de facturer l'ensemble des ordres qu'ils soient ou non annulés et d'introduire un délai entre l'introduction et l'annulation d'un ordre.

4. Le difficile contrôle de la finance dérégulée

a) Quelle régulation des fonds spéculatifs ?

Document n° 27

Les fonds spéculatifs doivent être sévèrement réglementés, car ils sont *«des chaînons de transmission du risque systémique»*, affirment dans une étude récente Michel Aglietta, Sabrina Khanniche et Sandra Rigot[5]. La quête de rendements extraordinaires les incite à adopter des stratégies risquées et, qui plus est, assez semblables. Ce qui les conduit à vendre leurs actifs en même temps en cas de problème, et donc à amplifier les chutes de prix. D'où un mouvement de contagion entre les marchés quand les fonds liquident leurs actifs pour récupérer du cash afin de rembourser les banques qui leur ont fait crédit pour spéculer. S'ils s'avèrent dans l'impossibilité de le faire, les banques se trouvent touchées à leur tour, ce qui peut enclencher un mouvement de contagion. Autant de raisons pour réglementer ces fonds.

Source : *Alternatives Économiques* n° 289 – mars 2010
www.alternatives-economiques.fr

Activité 23

❶ Expliquez le passage en italique (*des chaînons de transmission du risque systémique)*, à l'aide des notions vues dans le A.

Les activités risquées des fonds spéculatifs rendent nécessaire leur régulation. Mais comment procéder ?

Document n° 28

Une meilleure maîtrise des risques financiers passe également par un plus grand contrôle des fonds spéculatifs. Côté américain, le débat sur la possibilité d'encadrer directement ces fonds n'avance pas, mais le président Barack Obama a proposé en janvier un projet de loi visant à interdire à toutes les banques qui bénéficient d'une garantie publique de pouvoir « détenir, investir ou soutenir » un fonds spéculatif ou de private equity[6].

En Europe, un projet de directive a été proposé en avril 2009, mais il n'envisage que de contrôler les gestionnaires des fonds et pas les fonds eux-mêmes ; il laisse ainsi la porte ouverte aux acteurs opaques domiciliés dans les paradis fiscaux.

Source : Christian Chavagneux, *La finance est-elle sous contrôle ?*,
Alternatives économiques HS 84, 2e trimestre 2010
www.alternatives-economiques.fr

5. « Pourquoi réglementer les hedge funds ? », par Michel Aglietta et alii, *La lettre du Cepii* n° 296, 28 janvier 2010.
6. *Private equity : fonds d'investissement entrant dans le capital de société non cotées en bourse pour en retirer un rendement rapide.

A retenir

L'interdiction des fonds spéculatifs ne semble pas aujourd'hui envisagée. Toutefois, des deux côtés de l'Atlantique une réflexion est menée afin de les encadrer. Les États-Unis ont choisi la voie de menacer les banques qui entretiendraient des liens avec ces fonds de ne plus pouvoir bénéficier de l'aide de l'État. En d'autres termes, en cas de difficulté d'une banque qui serait liée à un fonds spéculatif, l'État ne la soutiendrait pas et la faillite ne pourrait être évitée. La voie choisie en Europe semble moins contraignante puisqu'il n'y a pas de mécanisme dés-incitatifs à gérer ou soutenir de tels fonds. Ces derniers ne seront par ailleurs pas contrôlés en tant que tels, ce seront uniquement leurs gestionnaires qui devraient avoir des comptes à rendre. La tentation est alors grande de les baser dans des paradis fiscaux qui échappent à tout contrôle.

b) La lutte contre les paradis fiscaux

Document n° 29

Le rôle des paradis fiscaux comme promoteur de l'instabilité financière internationale reste encore largement sous-estimé. Pourtant, les éléments d'analyse ne manquent pas. Un rapport du GAO, l'équivalent de la Cour des comptes aux États-Unis, montre qu'une bonne partie du système bancaire «fantôme» établi par les institutions financières américaines pour développer les actifs toxiques à l'origine de la crise a été domiciliée aux îles Caïmans. Les déboires de la banque britannique Northern Rock sont dus à un excès d'endettement à court terme dissimulé dans sa filiale Granite, enregistrée à Jersey. Le rôle de la Suisse, du Luxembourg, des Iles Vierges britanniques ou des Bermudes a été mis en évidence dans le scandale Madoff, tout comme l'implication d'Antigua dans le scandale Allen Stanford, etc.

Le G20 a fermement déclaré vouloir s'attaquer au problème, mais la liste des paradis fiscaux facilitant l'instabilité financière promise pour fin 2009 n'a toujours pas vu le jour. D'une manière générale, si les pays du G20 ont su forcer ces territoires à lever en partie leur secret bancaire pour mieux traquer l'argent des riches individus fraudeurs, ils n'ont pas voulu s'attaquer aux pratiques fiscales douteuses des multinationales ni aux activités des institutions financières. Il reste donc beaucoup de chemin à faire dans la lutte contre les paradis fiscaux.

Source : Christian Chavagneux, *La finance est-elle sous contrôle ?*,
Alternatives économiques HS 84, 2e trimestre 2010
www.alternatives-economiques.fr

Activité 24

1. Comment les institutions financières utilisent-elles les paradis fiscaux ?



2. Quelles avancées ont été faites en matière de régulation des paradis fiscaux ?

3. En quoi cela peut-il paraître insuffisant ?

Conclusion

Le risque systémique, qu'on croyait limité avant 2008 est un spectre qui menace à nouveau l'économie mondiale. En effet les interconnexions entre les différents acteurs économiques et financiers sont si grandes, qu'un choc touchant l'un d'eux peut rapidement se propager à toute la sphère financière mais aussi à l'économie réelle. Pour y remédier les régulateurs tentent de tirer leçon du passé et d'adapter leurs normes et contrôles aux innovations financières, produits les plus risqués, qui ne cessent de se renouveler tant elles sont génératrices de profit.



Chapitre 1

Exercice 1 **Relier par une flèche les différents marchés et opérations sur les produits échangés**

Marchés	Produits
Marché monétaire •	• Refinancement des banques par vente de titres courts
Marché boursier •	• Émission d'actions
Marché des produits dérivés •	• Achats de CDS (Credit Default Swaps)
Marché des changes •	• Vente de titres SICAV
	• Achats de dollars

Exercice 2 **Associer une définition à un mot en remettant à la place les notions**

Actif financier	Titre de propriété donnant à des revenus variables (dividendes)
Obligation	Marché des capitaux à long terme
Marché monétaire	Titre de créances donnant droit à des revenus variables (intérêts)
Action	Marché des capitaux à court terme
Intermédiation financière	Marché du « neuf » (émission de valeurs mobilières)
Devises	Financement par les intermédiaires financiers
Marché primaire	Monnaie étrangère échangée sur un marché
Marché boursier	Titres ou contrats s'échangeant sur un marché

Exercice 3 **Un texte à trous**

Complétez le texte avec les termes : transactions financières, déréglementation., financières, globalisation financière(2). fonds spéculatifs, marché

monétaire, mobilité, marché financier ou boursier, produits dérivés, réelles.

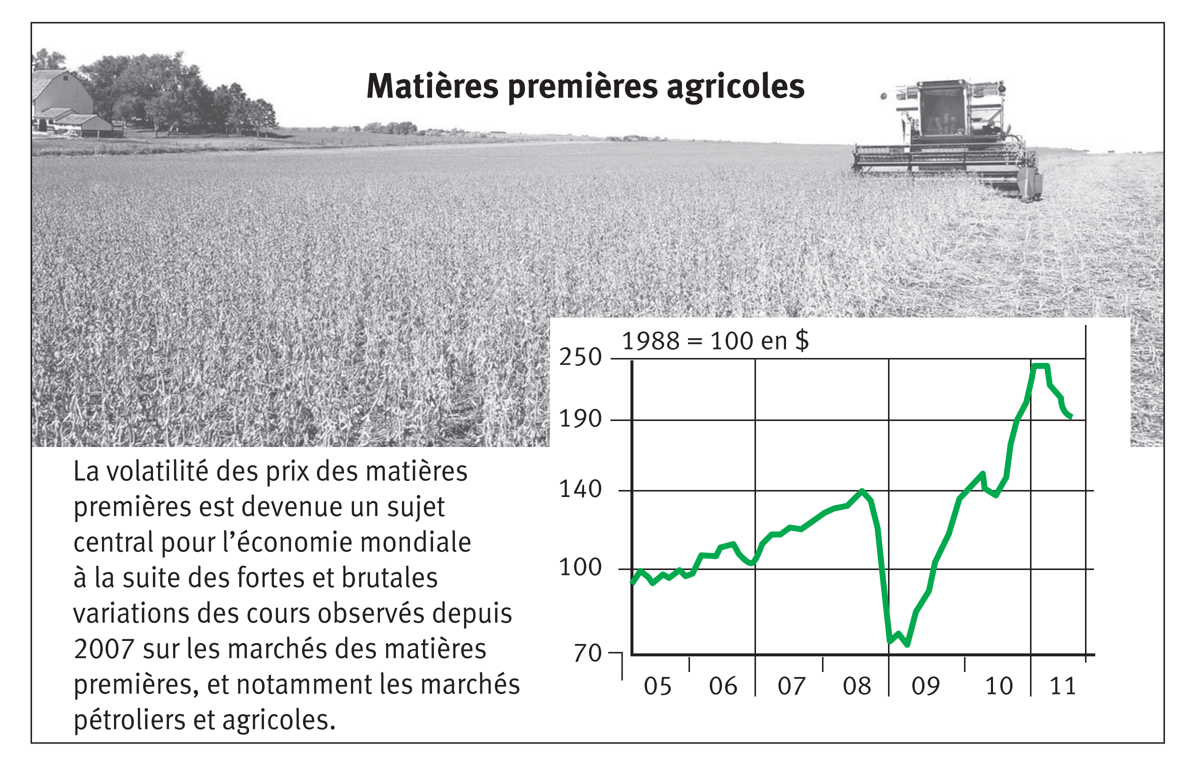
Les années 80 ont connu un bouleversement majeur en matière de circulation de capitaux. Auparavant se juxtaposaient plusieurs réseaux nationaux (le marché national des capitaux étant composé d'un .... pour le court terme et d'un ....pour le long terme) qui étaient cloisonnés. [...] Concrètement les entreprises françaises souhaitant emprunter, devaient s'adresser au marché français des capitaux.

Il existe désormais un marché mondial des capitaux fonctionnant 24 heures sur 24. On parle ainsi de .... Ce processus repose ainsi sur une parfaite ; ....des capitaux, puisqu'à présent ceux-ci se déplacent d'un marché à l'autre, d'une devise à l'autre, selon les évolutions des risques et des rendements anticipés des taux d'intérêt.

La .... est le résultat du développement des innovations financières et des nouvelles technologies dans un contexte général de ....[...] Le développement des .... par exemple,, l'ouverture de nouveaux marchés boursiers dans les pays émergents et l'irruption de nouveaux acteurs comme les .... ont contribué à faire des marchés financiers une puissance réelle, mais une puissance fragile. Le gonflement .... des n'a plus de rapport direct avec le financement de la production et des échanges internationaux : il y a découplage des activités.............. et ....

Chapitre 2

Exercice 1 Les enjeux volatilité des cours des matières premières



La volatilité des prix des matières premières est devenue un sujet central pour l'économie mondiale à la suite des fortes et brutales variations des cours observés depuis 2007 sur les marchés des matières premières, et notamment les marchés pétroliers et agricoles.

1. Faites une phrase permettant d'interpréter la donnée pour la fin d'année 2008 – début d'année 2009.
2. Pourquoi peut-on dire que le cours de matières premières est volatile ? Vous vous appuierez sur le graphique.
3. Expliquez chacun des trois enjeux liés à la volatilité des prix des matières premières évoqués ci-dessous :
   - → Un enjeu de sécurité alimentaire.
   - → Un enjeu de croissance économique.
   - → Un enjeu de stabilité et de régulation financière

Exercice 2 **Les dangers d'une crise systémique**

Tel fut le cas à compter de septembre 2008, car c'est au sein même du système bancaire américain que l'accident systémique est survenu, après la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers, lorsque se sont matérialisés trois types de risques. D'abord, un risque d'illiquidité et de tarissement des échanges sur les marchés monétaires, principalement interbancaires, faute de confiance réciproque entre les banques. Ensuite, un risque d'insolvabilité parmi certains établissements bancaires, compte tenu de l'accumulation d'actifs dits toxiques, c'est-à-dire à haut risque de non-remboursement ou dont la valeur de marché s'était effondrée, ce qui mettait fondamentalement en cause la survie de certains établissements financiers. Enfin, un risque de contagion et de panique collective conduisant les ménages ou les investisseurs à multiplier les retraits ou les ventes d'urgence de leurs actifs financiers, et incitant les banques à adopter des politiques considérablement plus restrictives en matière de crédit, de nature à transformer ces difficultés, propres à la sphère financière, en crise de la sphère réelle.

Tous ces dangers relèvent du fait qu'un système financier est constitué d'un enchevêtrement d'engagements et de créances, et donc d'interdépendances, entre les banques, les banques d'affaires et les investisseurs, et, aussi, entre les divers types de marchés à l'échelle planétaire (monétaires, boursiers, devises, dérivés…). La pérennité de ces marchés dépend de la confiance réciproque que s'accordent les intervenants et d'un minimum de visibilité quant à l'avenir. Lorsque la défiance s'installe et que la fuite vers la liquidité s'étend, l'entrée en scène d'un prêteur en dernier ressort est la seule solution de nature à assurer un minimum de coordination et de confiance, à même de colmater les brèches sans toujours éviter certaines faillites

Comment sauver la finance de ses crises ? André Cartapanis,
Alternatives Économiques Hors-série n° 087 – décembre 2010
www.alternatives-economiques.fr

Question **Expliquez quels sont les trois risques qui se sont déclarés après la faillite de Lehman Brothers ?**

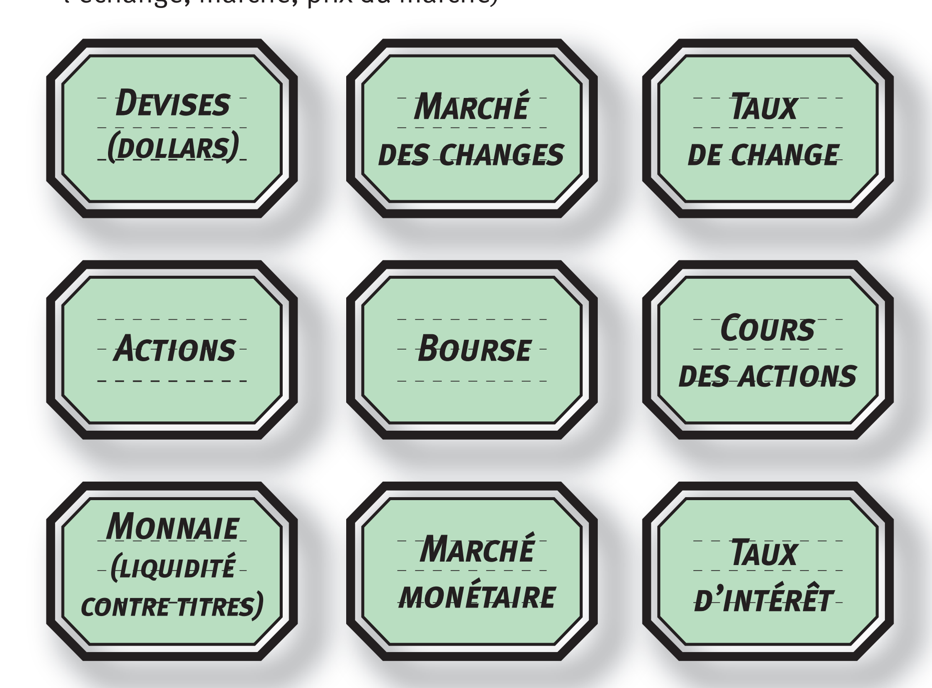


Corrigés des activités de la séquence 3

Chapitre 1

Activité 1

❶ Regroupez en les classant les étiquettes en 3 groupes (objet de l'échange, marché, prix du marché)



❷ Selon vous à quoi sert la bourse ?

La bourse est le lieu d'échange des valeurs mobilières. elle permet aux entreprises de financer leurs investissements en émettant des actions et des obligations (marché primaire). La bourse est aussi le lieu d'échange des actions et obligations déjà émises.

Le marché des changes ? Le marché des changes est l'endroit où les banques se procurent des devises.

Le marché monétaire ? Le marché monétaire est le lieu où les banques se refinancent, elles se procurent des liquidités contre des titres courts.

❸ Quelles sont les caractéristiques des marchés financiers soulignées par les auteurs ?

Selon les auteurs de ce document, les marchés financiers sont instables, procycliques et internationalisés.

Activité 2 ❶ Rappelez la différence entre action et obligation ; entre marché primaire et marché secondaire.

Une action est un titre de propriété d'une part de capital d'une société, donnant droit à des revenus variables (dividendes) représentant une part des bénéfices redistribués, chaque action donne droit à une voix lors de vote à l'assemblée générale des actionnaires.

L'obligation est un titre de créances émises par les entreprises ou les administrations publiques, donnant droit à des revenus généralement fixes (intérêts). L'obligation est remboursée à échéance.

Le marché primaire est le marché du neuf c'est-à-dire le marché où les valeurs mobilières sont émises.

Le marché secondaire est le marché où s'échangent les valeurs déjà émises.

À partir du document 2, complétez le tableau ci-dessous

Marchés	Produits échangés	Acteurs	Rôles des acteurs
Bourse des valeurs mobilières	Actions Obligations	Sociétés de bourse	Négocier et coter les valeurs mobilières.
		Entreprises, banques, Etats	Émettre et racheter des valeurs mobilières.
		Investisseurs institutionnels (compagnies d'assurances, fonds de pension....)	Acheter et vendre des valeurs mobilières.
		Analystes financiers	Suivre l'évolution des finances des entreprises et des Etats.
		Agences de notation	Évaluer et noter la capacité de remboursement des émetteurs de titres.
		Autorités de marché	Définir les règles de fonctionnement, surveiller leur application, sanctionner (autorités publiques).
Les marchés de gré à gré	Valeurs mobilières Produits dérivés (90 %)	Trésoriers des multinationales (4 %) Grandes Banques d'affaires (90 %)	Acheter et vendre des actifs dans le but de maximiser la rentabilité des placements et réaliser un maximum de profit (spéculation).
Le marché des changes	Devises	Banques	Acheter et vendre des devises pour régler les échanges internationaux.
		Investisseurs institutionnels Fonds spéculatifs	Spéculer.

Activité 3

❶ Donnez la signification des données soulignées.

D'après la banque de France, en 2003-2004, 4,7 % des ménages français possédaient des titres OPCVM (c'est-à-dire émis par des organismes de placements collectifs en valeurs mobilières)

D'après la banque de France, en 2009-2010, 9,4 % des ménages français possédaient des actions.

D'après la banque de France, en 2003-2004 les ménages détenaient pour 56,4 milliard d'obligations.

❷ Quels renseignements retirez-vous de ce tableau ?

La part des ménages détenteurs de produits financiers (actions, obligations et titres OPCVM) a baissé (18,2 % en 2003-2004 contre 15,1 % en 2009-2010). Le montant détenu a cependant augmenté. Cette augmentation peut être liée soit à la hausse du prix des titres soit à la hausse de la quantité de titres détenus, ou les deux à la fois.

Activité 4

❶ Quelle est la fonction première des produits dérivés ?

La fonction première des marchés dérivés est de protéger les acteurs économiques contre les fluctuations de prix qui sont très déstabilisantes (taux de change, prix des matières premières, cours des titres ...). Par exemple une compagnie de transport aérien qui vend des billets au mois de janvier pour un trajet au mois de juin, rencontrera des difficultés financières si entre-temps le prix du carburant double. (le prix du billet pourrait ne pas couvrir les frais).

Pour se prémunir de tels risques, la compagnie peut souscrire une sorte d'assurance en achetant un produit financier dérivé d'actifs réels (ou sous jacents). Dans le cas de notre exemple, l'actif réel est le prix du pétrole.

❷ Expliquez le rôle joué par les spéculateurs.

Les spéculateurs vont essayer de réaliser des plus values via l'achat et la vente de ces produits dérivés échangés sur des marchés (non contrôlés). Sur ces marchés la mise de départ est faible, le reste du financement est réalisé par les banques. Ces marchés ont ainsi la capacité, tel un casino a générer des gains importants. Un bon « spéculateur » pourra ainsi engranger d'importantes plus values alors même que la mise de départ est faible.... Mais il peut aussi perdre beaucoup...

Ex : je mise aujourd'hui sur le fait que le prix du pétrole va s'effondrer, j'achète alors tout un tas de contrats protégeant les acheteurs contre le risque de hausse des prix du pétrole. 6 mois plus tard, les cours me donnent raison, ils sont très bas. J'achète le pétrole à un prix très inférieur auquel me l'achèteront mes assurés. (Explication simplifiée)

❸ Quelles sont les conséquences des prises de risques des spéculateurs ?

Les marchés dérivés se développent de manière exponentielle et sont de plus en plus déconnectés de la sphère réelle. Lorsque les spéculateurs qui sont le plus souvent de grandes banques prennent trop de risques, cela peut se retourner contre eux lorsqu'ils perdent leurs paris. Cela peut entraîner des conséquences très graves sur l'économie (voir chapitre 2).

Activité 5

❶ Pourquoi le marché des changes est-il un marché à part ? A quoi sert-il ?

Le marché des changes est un marché financier particulier car contrairement aux autres marchés financiers il ne met pas en relation d'agents en capacité de financement qui mette à disposition des agents en besoin de financement leur épargne.

Son rôle est de permettre aux agents économiques de se procurer de la monnaie étrangère contre de la monnaie nationale et vice-versa.

❷ Calcul ; je dispose aujourd'hui de 100 millions d'euros, je souhaite acheter des dollars(au taux de 1euro = 1,4 dollar), combien puis je en avoir ?

100 x 1,4 = 140 millions de dollars

Je pense que l'euro va baisser (et le dollar monter). Si j'ai raison, 6 mois plus tard l'euro sera à 1 dollar. Je vends alors mes dollars, combien vais-je récupérer d'euros ?

140 millions d'euros

Calculez la plus value réalisée.

40 millions d'euros

Pourquoi peut-on dire que j'ai spéculé à la baisse de l'Euro ?

Parce que j'ai parié que l'euro allait baisser et espérer réaliser une plus value sur cette prévision.

Activité 6

Questions sur le document 6

❶ Quels sont les éléments qui favorisent l'émergence d'un marché financier en Grande-Bretagne ?

La première révolution industrielle (chemins de fer, mines, sidérurgie) qui nécessite d'importants moyens de financement que le système bancaire ne peut fournir.

L'émergence d'un marché financier va être facilitée par la levée des barrières interdisant aux sociétés toute augmentation de capital et de transferts de parts et l'instauration du statut de société anonyme (par actions).

Puis d'un marché financier international au début du XIXe siècle ?

Le déplacement des capitaux des pays de l'Europe occidentale vers les pays émergents de l'époque (Amérique du Nord, Australie, Europe de l'Est et du Sud…)

Le régime de l'étalon-or qui permettait la stabilité des taux de change.

❷ Comment expliquer la montée en puissance économique et financière des États-Unis début XXe siècle ?

La première guerre mondiale modifie les rapports de force en faveur des Etats-Unis. Ces derniers accordent des prêts aux pays européens ruinés par la Guerre et financent les investissements de leurs multinationales installées en Europe.

❸ Que se passe-t-il en 1929 ?

La crise boursière déclenchée aux Etats-Unis va se traduire par une grave crise économique (dépression) qui va se diffuser à l'ensemble des pays de la planète.

Activité 7

❶ Résumez la règle des « trois D »

Déréglementation : suppression des règlements et contrôles sur les prix des services bancaires afin de permettre une circulation plus fluide des flux financiers. Désintermédiation : accès direct des entreprises aux financements par émission de titres plutôt que par endettement auprès des acteurs institutionnels.

Décloisonnement : suppression des divisions entre marché des capitaux à court et long terme. Le marché monétaire est ainsi ouvert aux agents économiques non financiers. Au niveau international, cela se traduit par la libre circulation des capitaux permis par l'abolition du contrôle des changes (effectif en Europe depuis 1990), et la suppression des mesures qui empêcheraient la mondialisation des banques.

❷ Illustrez (avec des données chiffrées) la globalisation financière

– Augmentation du stock des actifs et des dettes étrangères en % du PIB : pour les pays développés ce rapport est passé de 50 % environ en 1950 à 300 % en 2004 ;

– Augmentation du volume des transactions quotidiennes de devises qui atteint aujourd'hui 4000 milliards de dollars par jour (au niveau mondial) et qui concerne essentiellement des opérations strictement financières (98 %).

– Une financiarisation très forte des économies : La capitalisation boursière du stock d'obligations et de l'actif des banques représentaient 595,7 % du PIB en France en 2009.

Activité 8

Quelles sont les fonctions attendues des marchés financiers ?

– Financement de l'économie en mettant en relation les agents en capacité de financement et les agents en besoin de financement

– Source d'information : les marchés financiers permettent d'apprécier la valeur (de vente) d'une société. En multipliant le cours de l'action de la société par le nombre d'actions émises par cette société depuis sa création, on calcule la capitalisation boursière de cette société. C'est en fait le prix qu'il faudrait payer pour acheter la totalité des actions de la société, pour en devenir pleinement propriétaire. Ainsi, l'augmentation du cours d'une entreprise est signe d'une bonne santé économique.

– Mutualisation des risques : Mutualiser les risques c'est partager les risques avec d'autres. L'existence d'un marché organisé et réglementé, le très grand nombre d'opérations intervenant chaque jour pour chaque titre coté et les possibilités de couverture des risques par les marchés dérivés, permettent de partager les risques. Le nombre de titres échangés conduit à un prix qui traduit une opinion largement partagée ce qui évite de prendre une décision avec une information de faible qualité.

Activité 9

Questions sur le document 10

❶ Quelles sont les fonctions traditionnelles des marchés financiers présentées dans ce document ?

Fonction de financement de l'économie, d'information et de mutualisation des risques.

❷ Quelles contradictions soulèvent l'auteur ?

Les marchés doivent permettre aux entreprises de bénéficier de ressources supplémentaires, or elles redonnent aux marchés (via les dividendes versés aux actionnaires) davantage qu'elles ne reçoivent (via les émissions d'actions).

Les marchés ont une fonction d'information sur l'état de santé d'une entreprise, or, les études montrent que la valeur boursière des entreprises est parfois très éloignée de la valeur réelle de l'entreprise.

Les marchés doivent permettre aux agents économiques de mutualiser les risques, or l'exemple des marchés dérivés dominés par la spéculation remet en cause la fonction originelle d'assureur.

Chapitre 2

Activité 10

❶ Quelles peuvent être selon vous les limites d'un tel projet de taxe ? (document 11 a)

Il faut son adoption par l'ensemble des institutions financières et des Etats, ou tout du moins des plus puissants

❷ A partir du document 12 b, indiquez à quelle option correspondent chacune des 3 propositions ci-dessous :

– Dissuader les spéculations option2
– Faire supporter aux établissements le coût social de leurs activités privées option1
– Rendre les transactions plus coûteuses option2

Activité 11

❶ Expliquez le passage en gras (inhérent au système bancaire et financier)

Le terme inhérent signifie « Lié d'une manière intime et nécessaire à quelque chose » (source Le petit Larousse). Le risque systémique est donc une conséquence liée aux activités financières et bancaires.

❷ Expliquez le passage souligné.

Le risque systémique a pour origine le système financier mais ne s'arrête pas là. En effet l'expression systémique signifie qu'il se diffuse à l'ensemble des acteurs et activités économiques. Cela s'explique par le fait que les banques et les marchés sont au cœur des activités économiques de part leur rôle de financement de l'économie.

Activité 12

❶ Quelles sont les deux origines d'un choc systémique ici présentées ?

Un choc systémique peut avoir pour origine :
– un dysfonctionnent d'un marché ou d'une institution financière
– des déséquilibres macroéconomiques

❷ À l'aide du texte illustrez le passage souligné.

L'endettement excessif d'agents économiques serait un des déséquilibres mondiaux.

❸ Pourquoi peut-on dire les déséquilibres macroéconomiques et la régulation financière sont liés ?

L'endettement excessif a été permis par un défaut de régulation financière : « Ces niveaux d'endettement ont été rendus possibles par l'abondance des liquidités mondiales et l'assouplissement des conditions d'octroi de crédit favorisé par la faiblesse des taux d'intérêts. »

Activité 13

❶ A partir du document n° 14 expliquez comment la crise financière, débutée par la faillite de Lehman Brothers s'est diffusée dans l'économie française.

La crise financière a des répercussions sur la demande nationale. En effet, le ralentissement de la croissance qui en découle pèse sur le pouvoir d'achat des ménages qui consomment alors moins. D'autre part, les entreprises face à ce ralentissement économique embauchent moins, voire licencient ce qui là aussi se traduit par une baisse de la consommation.

D'autre part, suite à la faillite de Lehman Brothers le cours des actions des banques y compris françaises, qui détenaient des créances sur la banque américaine disparue s'est effondré. L'exposition au risque des banques a donc eu des répercutions sur les épargnants, qui lorsqu'ils possédaient des produits dont la valeur était liée à celle des actions ont vu leur épargne fondre.

Activité 14

À partir du document 16, complétez le texte ci-dessous en choisissant les bonnes propositions :

Lorsque des emprunteurs ne remboursent pas leur banque cela dégrade les bilans bancaires.

L'augmentation des taux d'intérêt conduit la banque à sélectionner des emprunteurs qui sont prêts à supporter ce coût, leurs projets sont généralement rentables mais aussi risqués ce qui accroît le risque de défaut de paiement.

Activité 15

❶ Pourquoi la banque centrale est-elle préteur en dernier ressort ?

Il semble nécessaire pour une banque centrale de devoir intervenir pour sauver une institution financière en difficulté. En effet, si une institution financière fait faillite, le risque de crise systémique est important et doit être pris en compte. Ceci est d'autant plus vrai que l'institution financière est grande, puisque ces interconnexions avec d'autres agents économiques sont importantes et le risque de contagion de fait plus élevé.

❷ Expliquez le passage souligné.

Sachant que la banque centrale sera prêteur en dernier ressort, les banques n'ont pas d'incitation à limiter leurs activités risquées et tout particulièrement celles liées à la spéculation sur les produits dérivés.

3. En quoi avoir laissé la banque américaine Lehman Brothers faire faillite a contribué à réduire l'aléa moral ?

Avoir laissé la banque Lehman Brothers faire faillite peut être vu comme un signal aux autres banques. Il peut ainsi être interprété de la manière suivante : la banque centrale ne sauvera pas les banques qui prennent des risques démesurés. En ce sens cela limite l'aléa moral.

Activité 16

1. Recherchez le sens des deux termes en gras (fonds propres et dérivés) :

Les **produits dérivés** sont des produits financiers permettant de se couvrir contre les variations du prix d'un actif (matières premières, taux d'intérêt, taux de change...) ou de spéculer sur cette variation.

Les **fonds propres** sont les ressources de l'entreprise (une banque ici) qui proviennent d'elle-même c'est-à-dire de son autofinancement, ou de ses propriétaires : les actionnaires

2. Expliquez pourquoi imposer une augmentation des fonds propres peut être une mesure de régulation ?

L'ampleur des fonds propres influe sur la solvabilité de l'entreprise, de la banque. Augmenter les fonds propres donne une plus grande marge de manœuvre pour régler des dettes et pour maintenir son indépendance financière.

3. Quels sont les trois axes des mesures de régulation évoqués ici ? (A qui s'adresse-t-elle ? sur quoi porte-telle ?)

La régulation vise à mieux contrôler les Établissements c'est-à-dire les banques, les marchés c'est-à-dire les lieux où s'opèrent les transactions et enfin les produits, c'est-à-dire les objets de transactions.

Activité 17

1. Recherchez ce que sont les réglementations Bâle I et Bâle II.

Bâle I fait référence à un ensemble de recommandations formulées en 1988 qui visaient à assurer la stabilité du système bancaire international en fixant une limite minimale à la quantité de fonds propres des banques. Ce minimum a été fixé en mettant en place un ratio minimal de 8 % de fonds propres par rapport à l'ensemble des crédits accordés par les banques. (ce ratio est appelé ratio Cooke)

Le Nouvel Accord de Bâle, appelé **Bâle II** est un dispositif remplaçant les normes mises en place par Bâle I afin de prendre en compte les risques de hors bilan et tout particulièrement les risques liés aux produits dérivés. Le ratio McDonough remplace alors le ratio Cooke. Ce ratio, comme son prédécesseur, prévoit toujours que les établissements de crédit doivent disposer de fonds propres atteignant minimum 8 % de leurs crédits et de leurs risques hors bilan

❷ Complétez le tableau

	Réglementation micro prudentielle	Réglementation macro prudentielle
objectifs	– contribuer à la sécurité de chaque intermédiaire bancaire afin de protéger les déposants ou les investisseurs – à limiter le risque de détresse financière pour des institutions individuelles	– d'assurer la stabilité et la continuité des échanges au sein de la sphère financière – limiter le risque qu'une détresse financière induise des pertes significatives en termes de croissance réelle. → stabiliser le système monétaire et financier dans sa dimension globale, compte tenu de ses fonctions macroéconomiques, et donc contenir le risque systémique.

Classez les exemples suivants dans la Réglementation correspondante

Exemples	Réglementation micro prudentielle	Réglementation macro prudentielle
Bâle I	X	
Bâle II	X	
Plafonnement de la taille des établissements financiers		X
Interdire ou limiter certaines opérations		X
Ratio de liquidité	X	
Étendre la Réglementation prudentielle		X
Augmenter les fonds propres en fonction de leur contribution au risque systémique	X	
Imposer un ratio de levier maximum	X	

Activité 18

❶ Quelles critiques sont adressées aux agences de notation ?

On les accuse d'être juges et parties puisqu'elles notent les titres mais que sans elles, les titres issus de la titrisation n'auraient pu exister puisqu'ils s'échangeaient grâce à la note obtenue.

❷ Quelles sont les deux explications avancées quant à leur rôle dans la crise ?

La première explication est liée à leur manque d'indépendance : elles auraient manipulé les notes afin de satisfaire leurs clients. La seconde explication est davantage liée à un manque de compétence : face à la complexité des produits elles ne seraient pas à même d'évaluer le risque ;

Activité 19

❶ Complétez le texte ci-dessous en choisissant la bonne proposition.

Si la valeur du titre baisse après la vente à découvert, le vendeur peut racheter les titres au comptant et dégager une plus-value/moins-value. Si, à l'inverse, elle monte, le vendeur s'expose à un risque de perte/de gain important, tandis qu'un acheteur ne peut pas gagner/perdre plus que sa mise de fonds.

Activité 20

Complétez le tableau en justifiant vos réponses

	VRAI	FAUX
La vente à découvert consiste à parier à la baisse d'un titre.	X	
Si un trader vend à découvert une action 27€ et la rachète quelques jours plus tard (pour rembourser son prêteur) 22€, il a gagné 5€.	X c'est l'exemple du texte	
Si un trader vend à découvert une action 22€ et la rachète quelques jours plus tard (pour rembourser son prêteur) 27€, il a gagné 5€.		X il a perdu 5€ car le cours de l'action a grimpé
Vendre à découvert est un acte spéculatif.	X puisqu'on parie sur la baisse de la bourse	
Les vendeurs à découvert peuvent avoir intérêt à propager une rumeur selon laquelle une entreprise ferait des bénéfices record.		X ce type de rumeur aura plutôt tendance à faire augmenter le cours des titres de l'entreprise

Activité 21

❶ Pourquoi le trading à haute fréquence peut être perçu comme une pratique anti concurrentielle ?

Seuls les gros **négociateurs** (j'aurais mis **opérateurs**) disposant de salles de marché équipées de matériel puissant peuvent effectuer du trading à haute fréquence. Par conséquent il n'y a pas de réelle concurrence possible pour les petits **négociateurs** qui ne peuvent d'une part participer à

cette activité et qui d'autre part peuvent en subir les effets négatifs dans la mesure où elle perturbe leurs analyses des évolutions des cours.

❷ Pourquoi le trading à haute fréquence n'a pas d'utilité sociale.

Il ne contribue pas au financement de l'économie, à la mise en relation entre vendeurs et acheteurs de titres sur du moyen/long terme.

❸ Illustrez le passage souligné.

Les ordres se font tellement rapidement qu'ils ne font pas l'objet de transaction (seulement 1 à 5 % des ordres seraient suivis de transactions)

Cela pénalise les acheteurs et vendeurs « réels » qui entrent plus difficilement en relation.

Les profits gagnés par les traders de haute fréquence sont des coûts pour les autres intervenants.

Cela perturbe les concurrents qui doivent sans cesse refaire leurs calculs pour interpréter le marché, dont les cours sont manipulés

Activité 22

❶ Expliquez le passage en italique (des chaînons de transmission du risque systémique), à l'aide des notions vues dans le A.

Les fonds spéculatifs ou hedge funds sont des fonds d'investissement à haut risque. La recherche de rentabilité, contrepartie du risque les conduit à adopter des comportements mimétiques qui vont générer des anticipations auto réalisatrices et ainsi amplifier la volatilité des cours. S'ils font défaut (la probabilité est d'autant plus grande que le risque est élevé), leur insolvabilité viendra dégrader les bilans bancaires ce qui peut être à l'origine d'une crise systémique.

Activité 23

❶ Comment les institutions financières utilisent-elles les paradis fiscaux ?

Les paradis fiscaux ne sont pas uniquement un lieu où les plus riches éliraient domicile afin de payer moins d'impôts. Les banques y domicilient des filiales afin d'y effectuer leurs activités les plus risquées et d'y dissimuler leurs difficultés et ce afin qu'elles ne soient pas perçues par les régulateurs nationaux.

❷ Quelles avancées ont été faites en matière de régulation des paradis fiscaux ?

Les pays du GV ont obtenu de certains territoires connus pour être des paradis fiscaux des listes de noms de contribuables y dissimulant leur épargne.

❸ En quoi cela peut-il paraître insuffisant ?

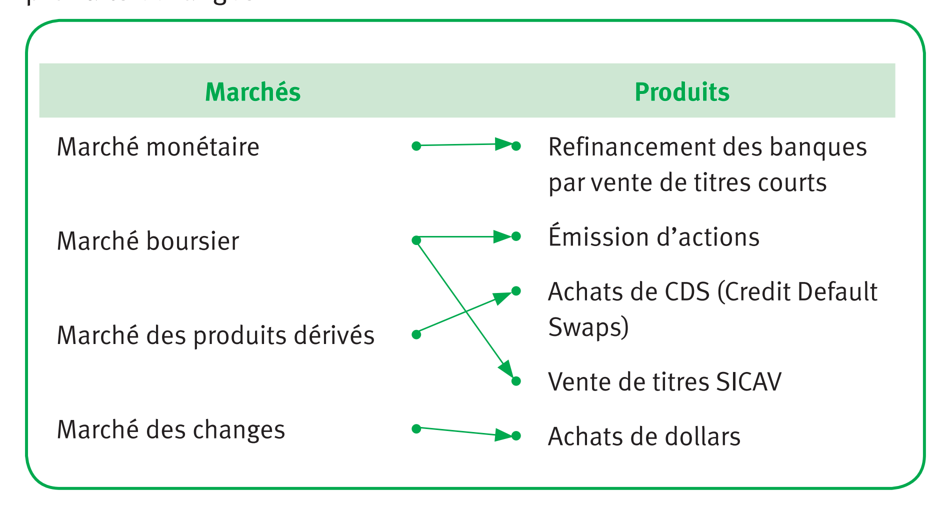
La lutte anti-fraude s'est axée sur les contribuables c'est-à-dire les riches ménages qui ont dissimulé aux impôts de leur pays une partie de leur revenu ou de leur patrimoine. Cela ne permet donc pas de limiter les dérives des activités financières puisque ce ne sont pas les institutions financières qui étaient visées.



Chapitre 1

Exercice 1

Relier par une flèche les différents marchés et opérations sur les produits échangés



Exercice 2

Associer une définition à un mot en remettant à la place les notions

Action	Titre de propriété donnant à des revenus variables (dividendes)
Marché boursier	Marché des capitaux à long terme
Obligation	Titre de créances donnant droit à des revenus variables (intérêts)
Marché monétaire	Marché des capitaux à court terme
Marché primaire	Marché du « neuf » (émission de valeurs mobilières)
Intermédiation financière	Financement par les intermédiaires financiers
devises	Monnaie étrangère échangée sur un marché
Actif financier	Titres ou contrats s'échangeant sur un marché

Exercice 3

Un texte à trous

Les années 80 ont connu un bouleversement majeur en matière de circulation de capitaux. Auparavant se juxtaposaient plusieurs réseaux nationaux (le marché national des capitaux étant composé d'un marché

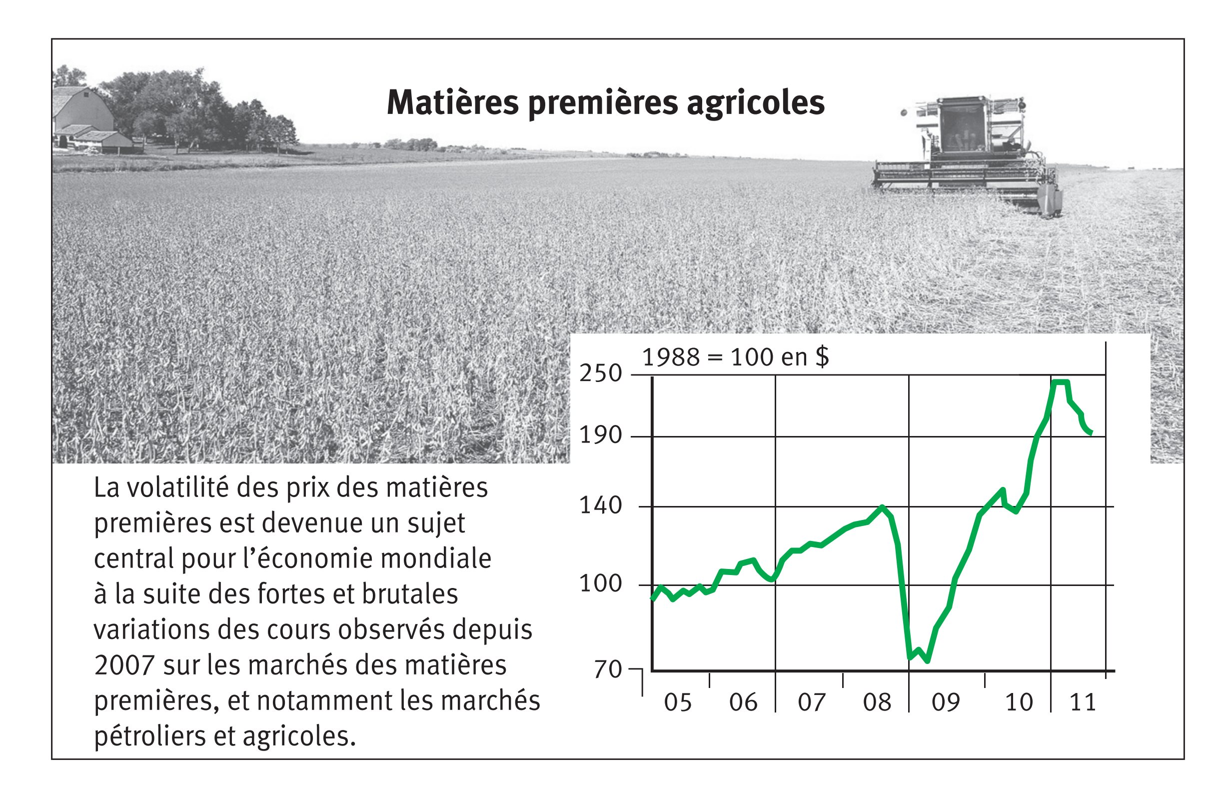
monétaire pour le court terme et d'un marché financier ou boursier pour le long terme) qui étaient cloisonnés. […] Concrètement les entreprises françaises souhaitant emprunter, devaient s'adresser au marché français des capitaux.

Il existe désormais un marché mondial des capitaux fonctionnant 24 heures sur 24. On parle ainsi de globalisation financière. Ce processus repose ainsi sur une parfaite mobilité des capitaux, puisqu'à présent ceux-ci se déplacent d'un marché à l'autre, d'une devise à l'autre, selon les évolutions des risques et des rendements anticipés des taux d'intérêt.

La globalisation financière (2) est le résultat du développement des innovations financières et des nouvelles technologies dans un contexte général de déréglementation. […] Le développement des produits dérivés par exemple, l'ouverture de nouveaux marchés boursiers dans les pays émergents et l'irruption de nouveaux acteurs comme les fonds spéculatifs ont contribué à faire des marchés financiers une puissance réelle, mais une puissance fragile. Le gonflement des transactions financières n'a plus de rapport direct avec le financement de la production et des échanges internationaux : il y a découplage des activités réelles et financières.

Chapitre 2

Exercice 1 Les enjeux volatilité des cours des matières premières



La volatilité des prix des matières premières est devenue un sujet central pour l'économie mondiale à la suite des fortes et brutales variations des cours observés depuis 2007 sur les marchés des matières premières, et notamment les marchés pétroliers et agricoles.

1. Faites une phrase permettant d'interpréter la donnée pour la fin d'année 2008 – début d'année 2009.

Le cours des matières premières agricoles avait chuté de 30 % par rapport à l'année 1988.

2. Pourquoi peut-on dire que le cours de matières premières est volatil ? Vous vous appuierez sur le graphique.

Depuis 2007 il a connu d'importantes fluctuations : une forte baisse fin 2008 début 2009 avant de retrouver en quelques mois (milieu 2009) son niveau de 1988. La hausse s'est poursuivie environ un an : début 2010 le cours des matières premières était 40 % plus élevé qu'en 1988. Début 2011, le cours était 2,5 fois plus élevé qu'en 1988 avant de chuter brutalement en quelques mois.

Remarque La volatilité des cours aurait été encore plus perceptible en observant les évolutions au jour le jour.

3. Expliquez chacun des trois enjeux liés à la volatilité des prix des matières premières évoqués ci-dessous :

→ **Un enjeu de sécurité alimentaire.**

Les fluctuations des prix des matières premières dans les pays en développement ont des conséquences sur les revenus des producteurs mais aussi sur le pouvoir d'achat des consommateurs. Les conséquences peuvent êtres dramatiques : émeute de la faim à Haïti, famine en Somalie….

→ **Un enjeu de croissance économique.**

Les fluctuations excessives des prix génèrent de l'incertitude et perturbent les capacités d'anticipation des acteurs économiques.

→ **Un enjeu de stabilité et de régulation financière**

Les marchés financiers doivent fournir les moyens de faire face à cette volatilité en permettant aux opérateurs de se couvrir contre les variations des cours. Mais, les marchés dérivés (dont ceux de matières premières) ne sont que peu régulés.

Exercice 3

Les dangers d'une crise systémique

Expliquez quels sont les trois risques qui se sont déclarés après la faillite de Lehman Brothers ?

– risque d'illiquidité : difficultés à obtenir des financements

– risque d'insolvabilité : ne plus pouvoir rembourser ses dettes

– risque de contagion à d'autres établissements qui ont vu leurs créances disparaître avec la faillite de la banque, doublé d'un risque de panique : les agents souhaitant retirer leurs liquidités de peur que leur banque fasse à son tour faillite. Ce troisième risque en se réalisant a alors accentué la matérialisation des deux précédents.

